



Penser Access by Carnegie

IT-tjänster | Sverige | 30 juli 2024

CAG Group

Den stabilaste IT-konsulten

Motståndskraft och stabilitet i vikande IT-konsultmarknad

Mot slutet av 2023 och i början av 2024 vek IT-konsultmarknaden, vilket har påverkat alla bolag i sektorn i varierande grad. CAG är det bolag som har påverkats minst och har visat högst motståndskraft och stabilitet. Vi förväntar oss att denna trend kommer att fortsätta, främst tack vare CAGs starka position och höga exponering inom segmenten Försvar och Bank & Finans. Ungefär 50% av företagets omsättning kommer från dessa sektorer. Försvarssektorn är Sveriges snabbast växande industri och förväntas fortsätta växa under flera år framöver. CAGs tillväxt från sektorn drivs av både statliga myndigheter och privata företag, vilka saknar viss kompetens för att möta den tillväxt de står inför. Bank & Finans är ett stabilt segment där tillväxten för IT-konsulterna drivs av nya regleringar och digitalisering.

Jämfört med andra IT-konsulter uppvisar CAG en jämnare utveckling

När vi jämfört CAGs historiska utveckling med andra IT-konsulter har vi noterat att CAG har uppvisat högre stabilitet än de övriga. Tillväxten har varit bland de högsta i sektorn, marginalen har varit stabilast, och de har uppvisat en av de bästa effektivitetsförbättringarna. Likt flera av de övriga jämförelsebolagen har tillväxten drivits både organiskt och genom tilläggsförvärv. Fram till 2023 har CAGs marginaler varit bland de lägre, men har uppvisat lägst volatilitet och fortsatt stiga under 2023. Mellan åren 2017-2023 var CAG ett av de konsultbolag som uppvisade högst effektivitetsförbättring, vilket i kombination med sin exponering mot stabila segment gör att vi förväntar oss att CAG kommer fortsätta leverera en stabil utveckling kommande år.

Prognoserna inkluderar inte potentialen i ytterligare förvärv

CAG har historiskt värderats lägre än övriga IT-konsulter. Tidigare har vi ansett detta vara rimligt då de andra bolagen har uppvisat högre marginaltillväxt och högre marginaler än CAG. Nu när marknaden blivit mjukare har övriga bolags marginaler minskat och vi anser att CAG är ett mer attraktivt alternativ. I våra prognoser räknar vi inte med förvärv, men vi förväntar oss att bolaget kommer att genomföra minst ett förvärv innan 2025. Denna potential är alltså inte inkluderad i vårt motiverade värde.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	105 - 115 kr
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	894	919	961	1 005	Aktiekurs	113 kr
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	12%	3%	5%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	104	110	120	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	82	86	94		
Q2 - rapport	14 augusti 2024			EPS, just.	8,7	9,1	9,9		
Q3 - rapport	23 oktober 2024			EPS-tillväxt, just.	9%	5%	9%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	41,7	45,9	50,6		
Antal aktier	7,2m			Utdelning per aktie	3,9	4,3	4,6		
Börsvärde	810			EBIT-marginal	8,2%	8,5%	9,0%		
Nettoskuld	-16			ROE, just.	21,8%	20,7%	20,6%		
EV	794			ROCE, just.	21,7%	21,6%	22,1%		
Free float	60%			EV/Sales	0,8x	0,9x	0,8x		
Daglig handelsvolym, snitt	3k			EV/EBITDA	6,9x	7,2x	6,6x		
Bloomberg Ticker	CAG SS EQUITY			EV/EBIT	8,7x	9,3x	8,4x		
Analytiker				P/E, just.	11,6x	12,4x	11,4x	Intressekonflikter	
Hugo Lisjo				P/EK	2,4x	2,5x	2,2x	Likviditetsgarant	Yes
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	3,9%	3,8%	4,1%	Certified adviser	Yes
				FCF yield	9%	9%	11%	Transaktioner 12m	No
				Nettoskuld/EBITDA	-0,1x	-0,3x	-0,6x		

Investment case

Digitaliseringsbehov i offentlig sektor ger stabil tillväxt. IT-konsultsektorn är ett attraktivt sätt att få exponering mot den ökande digitaliseringen i samhället. CAG arbetar främst med offentlig sektor (~50% av omsättningen, varav Försvar ~30%) och Bank & Finans inom privat sektor (~22% av omsättningen), vilket är två kundgrupper med stora behov av såväl digitalisering som automatisering. Vi bedömer att den strukturella tillväxten kommer vara hög under lång tid framöver p.g.a. allt större krav på besparingar, effektiviseringar och regelefterlevnad samt på uppbygganden av förmågor och kapacitet inom försvarssektorn.

Specialisering betyder nöjdare medarbetare och bättre konkurrenskraft. CAG har en struktur med självständiga specialiserade dotterbolag, vilket i våra ögon främjar en kompetensdriven kultur där konsulten sätts i första rummet, något som i sin tur skapar förutsättningar för lägre personalomsättning än i större, integrerade koncerner. Därtill betyder specialiseringen att dotterbolagen kan fokusera på att vara i framkant inom sina respektive nischer och därigenom skapa sig konkurrensfördelar.

Kapitallätt affärsmodell. Bolaget har likt andra IT-konsulter en kapitallätt affärsmodell, vilket betyder hög kassagenerering och möjlighet till god direktavkastning eller värdeskapande förvärv.

Potential till högre marginal på sikt. Under 2023 uppgick CAGs justerade EBITA-marginal till 9,2% och man har som mål att 2025 uppnå en marginal om 10%. Vi anser det vara möjligt för CAG att nå sitt mål, även om vi räknar med att de uppnår marginalmålet först 2026. Anledningen är den svagare marknaden under främst 2024. Historiskt har bolaget under flera enskilda kvartal uppvisat en EBITA-marginal över 10%. Ytterligare skalfördelar och förvärv anser vi vara de tydligaste drivarna för fortsatt marginalexpansion.

Bolagsbeskrivning

CAG är en IT-konsult med specialistkompetens inom ett antal intressanta vertikaler och med 50% av intäkterna från offentlig sektor, varav ~30% inom försvarssektorn, vilket ger en hög visibilitet i intjäningen och goda tillväxtmöjligheter då såväl myndigheter som kommuner har stora digitaliseringsbehov framöver. Bolaget har därtill en stor nettokassa att använda till förvärv, vilket kan driva vinsttillväxten ytterligare. Vi anser att CAG har en konkurrensfördel avseende förvärv, då man arbetar med en decentraliserad organisation som det är attraktivt för medarbetare i förvärvade bolag att stanna i.

Värdering

Vi värderar CAG med en kombination av multipel- och kassaflödesvärdering. Vårt motiverade värde per aktie uppgår till 105–115 kr. Risknivån bedöms som låg, vilket motiveras av den stabila kundbasen och den starka finansiella ställningen.

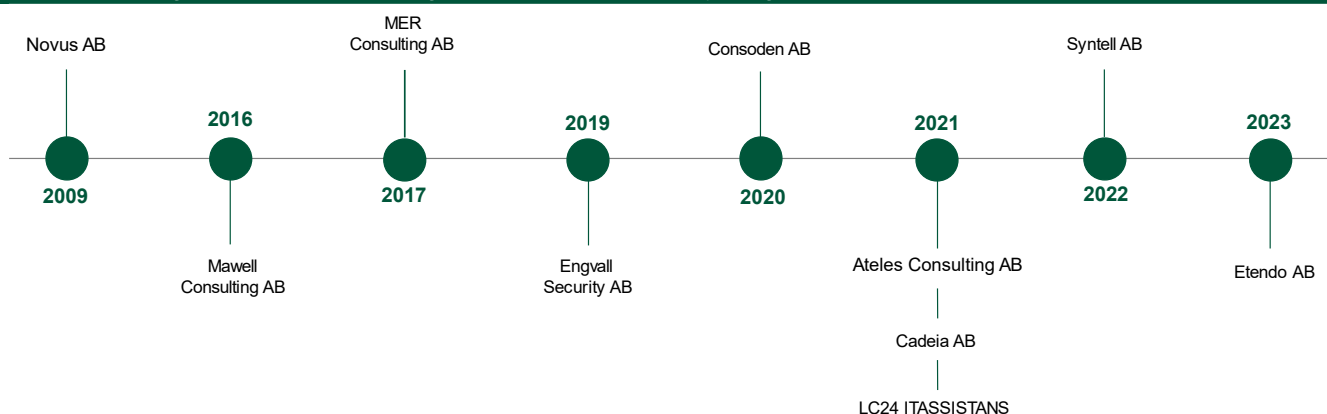
Bolagets historik och kort bolagsbeskrivning

CAG Group (CAG) är en IT-konsult med en stor kundbas inom växande och relativt stabila sektorer som Försvar och Bank & Finans. Intäktsmixen består till cirka 20% av återkommande intäkter, vilket bidrar till företagets stabila intjäning. Den största delen av de återkommande intäkterna kommer från flerårskontrakt där CAG hanterar kundens IT-lösningar, medan en mindre del härrör från mjukvaruförsäljning. Den stabila kundbasen, tillsammans med förvärv av tio bolag, har historiskt drivit både tillväxt och marginalförbättringar.

Historik och dotterbolag

Historien om CAG sträcker sig tillbaka till 1987 då Bo Lindström grundade bolaget Contactor. För att sätta tidpunkten i perspektiv, var detta två år innan World Wide Web skapades. När IT-marknaden började återhämta sig efter kraschen vid millennieskiftet, gick Contactor 2005 samman med Arete och Datastöd och bildade CAG Group (CAG). Sedan dess har CAG fortsatt växa både organiskt och genom tio förvärv, vilket historiskt har drivit både tillväxt och marginaler. Beroende på typ av förvärv drivs verksamheterna vidare som självständiga dotterbolag eller så integreras verksamheten in i befintlig verksamhet.

Efter att CAG grundades 2005 har de genom tio förvärv adderat ytterligare kompetens och specialkunskap



Källa: CAG, Penser by Carnegie

- 2009, fyra år efter att CAG Group bildades, förvärvades Novus, gruppens första förvärv. Detta gjorde CAG till en aktör att räkna med inom försvarssegmentet.
- 2016 förvärvades Mawell Consulting AB, ett konsultbolag inriktat på utveckling och förvaltning av e-lösningar och e-tjänster som ökar effektiviteten inom vård och omsorg, både offentligt och privat. Verksamheten ingår nu i dotterbolaget CAG Consoden.
- I december 2017 förvärvades majoriteten av aktierna i MER Consulting. Bolaget stärkte CAGs erbjudande inom den finansiella sektorn. MER Consulting har varit aktivt inom bank och finans sedan 1984 och har flera av Sveriges största banker och finansinstitut som kunder. Bolaget, med ca 40 anställda, är nischat inom Anti Financial Crime, Compliance, Betalningslösningar samt verksamhetsnära systemutveckling. Under 2018 förvärvades resterande aktier i bolaget.
- 2019 stärkte CAG sin position inom cybersäkerhet genom förvärvet av Engvall Security. Detta bolag, som omsatte ca 24 mkr under 2018, slogs samman med dotterbolaget CAG Security och bildade CAG Engvall Security, med en initial årsomsättning på ca 40 mkr och god lönsamhet. Bolaget erbjuder ett komplett tjänsteutbud inom IT- och informationssäkerhet.
- 2020 förvärvades Consoden AB, ett konsultföretag inriktat på avancerad verksamhets- och systemutveckling med höga krav på säkerhet och tillförlitlighet. Consoden har drygt 40 anställda och omsätter ca 130 mkr. Detta strategiska förvärv stärkte CAGs närvaro inom försvarssektorn samt inom hälsa, vård och omsorg.
- 2021 förvärvades Ateles Consulting AB, specialister inom e-handelslösningar och relaterade tjänster. Bolaget har kontor i Stockholm, Linköping och Oslo med totalt ca 45 medarbetare och omsatte ca 60 mkr 2022. Köpeskillingen uppgick till 46,7 mkr på kassa- och skuldfri basis.

- I mars samma år förvärvades Cadeia AB, specialister inom Business Intelligence, Analytics och Corporate Performance Management, med spetskompetens inom Microsoft BI och Jedox. Bolaget hade då 17 medarbetare och omsatte 21,4 mkr för räkenskapsåret 2019/2020.
- Under samma år förstärktes drift- och förvaltningsverksamheten med förvärvet av LC24 ITASSISTANS AB, som är specialiserat på IT-drift och support till kunder inom finanssektorn samt advokatbyråer. LC24 omsatte 20,5 mkr 2020 och förväntades tillföra CAG en omsättning om ca 24 mkr på rullande 12-månadersbasis.
- 2022 förvärvades Syntell AB, Skandinavians ledande konsult- och utbildningspartner inom Systems Lifecycle Management (SLCM). Med ca 70 medarbetare och en omsättning på 113 mkr 2021, kompletterade Syntell CAGs erbjudande inom försvar, transport, energi, MedTech och offentlig sektor. Köpeskillingen uppgick till 70 mkr på kassa- och skuldfri basis.
- 2023 förvärvades Etendo, som utvecklar e-handelslösningar på plattformarna Adobe Magento och WordPress. Bolaget, som har sitt säte i Norrköping, omsatte 8,2 mkr år 2022 och ingår nu i CAG Ateles.

CAGs specialområden

Genom sina tio dotterbolag erbjuder CAG tjänster inom fem specialområden: Technology Management, Cybersäkerhet, Drift & Förvaltning, Utbildning och Systemutveckling. Dessa tjänster riktar sig främst till organisationer inom Bank & Finans, Försvar, Hälsa & Vård, Handel & Tjänster samt Industri & Infrastruktur. Vi kommer gå igenom sektorerna mer i detalj nedan.

Technology Management

Detta är kärnverksamheten i CAG och omfattar projektledning och förändringsarbete när företag ska bli mer digitala och ändra sina arbetsflöden. Eftersom arbetet ofta innebär stora förändringar i kundernas processer och IT-strukturer är betalningsviljan vanligtvis relativt hög.

CAG bistår i IT- och verksamhetsprojekt genom hela processen, från kravställning och anskaffning till implementation och drift av tekniska system. CAG erbjuder expertis inom ledarskap, projektledning och digital verksamhetsutveckling, med specialisering inom försvar, infrastruktur och myndigheter. Tack vare sin specialisering och långa erfarenhet är CAG bl.a. en uppskattad leverantör till FMV där de kan hjälpa till under projektens hela cykel, från kravställning och upphandling till implementation och drift.

Säkerhet och informationssäkerhet är centrala inom IT, speciellt inom försvars- och infrastruktursektorerna där hanteringen av känslig information ställer höga krav på IT-säkerhet och leverantörernas godkännanden. Dessa sektorer kräver särskilda licenser och godkännanden, vilket gör att kunderna ofta väljer beprövade leverantörer som redan genomgått dessa processer. Konkurrensen om projekten är därmed lägre, då bolag och konsulter med nödvändiga godkännanden, såsom flera av CAGs dotterbolag, är ett krav.

Cybersäkerhet

Med ett ökat antal cyberattacker och skärpta regler för flera branscher ökar intresset för tjänster och produkter för cybersäkerhet. CAG erbjuder både mjukvara som övervakar och skyddar kundernas IT-system från cyberattacker (Security Operations Center, SOC) och tjänster inom informations- och IT-säkerhet, som t.ex. penetrationstester för att identifiera svagheter i kundernas cyberskydd.

Informations- och IT-säkerhet blir allt viktigare inom alla branscher. I Sverige, som har varit tidigt ute med digitalisering, har säkerheten inte alltid hängt med i samma takt. Detta har resulterat i att Sverige i flera studier beskrivs som ett av världens mest digitala länder, men med låg cybersäkerhet. CAG erbjuder en bred palett av tjänster inom detta område.

Tjänsterna inkluderar analys av organisationers verksamheter för att identifiera svagheter och säkerhetsbehov. Baserat på analysen anpassar och integrerar CAG kostnadseffektiva lösningar som är specifikt utformade för att möta kundens unika behov. För företag med redan god cybersäkerhet kan tjänsterna handla om att säkerställa efterlevnad av regelverk och standarder, eller att balansera risker i samband med organisatorisk tillväxt och potentiella hotbilder.

Om ett företag har drabbats av en cyberattack, kan CAG också hjälpa till med att analysera händelsen för att förstå och åtgärda eventuella skador som intrånget orsakat.

Drift och förvaltning

Inom detta kompetensområde hjälper CAG kunder att driva sina IT-system. Det kan omfatta system som är för komplexa för den befintliga IT-avdelningen, så som finansiella expertsystem, exempelvis portföljförvaltningssystemet Simcorp Dimension, komplettering av befintlig IT-kapacitet eller fullständig IT-drift för små företag. Avtalen är oftast på tre år och intäkterna kan därmed klassas som återkommande.

CAG erbjuder heltäckande tjänster inom IT-drift och hantering av verksamhetskritiska applikationer. Det innebär att CAG kan ta hand om allt från specifika affärssystem till hela IT-strukturen, antingen lokalt (on-prem), i molnet (cloud) eller genom en hybridlösning som kombinerar båda. Man erbjuder även proaktiv säkerhetsövervakning via en SOC-tjänst liksom andra tjänster inom cybersäkerhet. För små företag kan det vara för kostsamt att ha egna anställda för att driva detta, medan större bolag kan behöva stöd på grund av kompetensbrist eller för att hantera enskilda system. Oftast återfinns kunderna inom Bank & Finanssektorn, där kraven på leverans och säkerhet är höga.

Beroende på kundens behov och situation kan det vara mer fördelaktigt att ha egna servrar och lokal drift. För att säkerställa drift dygnet runt kan detta innebära flera åtskilda servrar, dubbla brandväggar och speglade virtuella servrar. För andra kunder kan det vara bättre att driva allt i molnet via exempelvis Microsoft Azure. En hybridlösning, som kombinerar lokal och molnbaserad IT-drift, kan också vara lämplig. Detta ger företaget möjlighet att bestämma vilken information som ska finnas lokalt och vilken som ska lagras i molnet. Ett ytterligare alternativ är att driva egna privata moln som är helt skräddarsydda efter kundens behov.

Utbildning

CAG erbjuder kurser och utbildningar inom kravhantering, testning och ledarskap. Kravhantering är centrala kunskaper inom många områden, särskilt inom olika delar av försvaret.

Huvudfokus i CAGs utbildningar är Systems Life Cycle Management. Inom CAG-koncernen är det främst CAG Syntell som arrangerar utbildningar. Tillsammans med Ny Teknik Education har CAG Syntell ett utbildningsprogram där deltagarna kan erhålla certifiering som "Certified Systems Lifecycle Manager". Den digitala utvecklingen går snabbt idag, och det är därför viktigt att den enhet som upphandlar system tänker långsiktigt och beaktar flera aspekter. CAG Syntell arrangerar även varje år CAG Syntell Summer School, ett mycket välkänt program som hålls i Stockholms skärgård varje augusti och attraherar deltagare från hela världen, främst från sektorerna Försvar och Infrastruktur. Kursutbudet är brett och omfattar allt från grundläggande kurser till avancerade fördjupningskurser i allt från teknik och kravhantering till hur deltagarna ska tänka kring dimensionering av system.

Systemutveckling

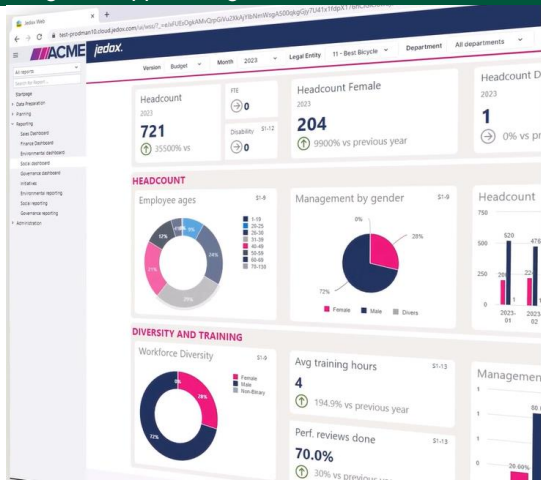
Inom detta tekniska område hjälper CAG kunder att utveckla system som förbättrar, underlättar och effektiviserar deras arbete. CAG är specialister på språken .NET och Java och använder program från exempelvis Microsoft och Snowflake.

Konsulterna inom systemutveckling har bred kompetens och kan stödja kunder med allt från att koda i Java och Microsoft .NET till att skapa front- och backendlösningar samt arbeta med UX och UI för att förbättra användarvänligheten. De kan till exempel programmera specialanpassade lösningar för att automatiskt hämta och sammanställa data som tidigare hanterades manuellt. Detta leder till automatisering och effektivisering av arbetsflöden som tidigare var personalkrävande.

De kan även hantera mer komplexa lösningar, som att integrera e-handelssystem inom olika företag i samma koncern för att optimera lagerhållning och leveranstider. Ett exempel på detta är hur CAG Arete samarbetade med Mathem för att implementera och anpassa ett nytt system för planering och rapportering. Mathem har vuxit snabbt och har idag en komplex organisation med fyra logistikanläggningar, en egen distributionsorganisation och cirka 2 400 medarbetare. Med den ökade komplexiteten halkade ekonomifunktionaliteten efter, och Mathem behövde ett nytt system för snabbare, effektivare och mer kvalitativ finansiell budgetering och prognostisering.

Man valde programvaran Jedox och CAG Arete som systemleverantör. Uppdraget innebar att integrera mjukvaran och anpassa den efter Mathems specifika arbetsprocesser. Detta är ett typiskt exempel på hur CAG implementerar och anpassar tredjepartsprogramvara för att möta kundernas specifika krav och arbetsprocesser.

CAG hjälpte Mathem integrera nya system för att förbättra planering och rapportering



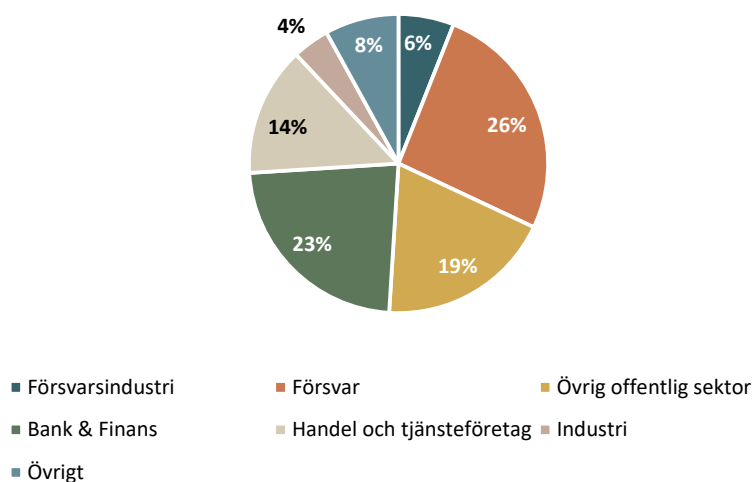
Källa: JEDOX, Penser by Carnegie

Försvarssektorn står ungefär för 30% av intäkterna

CAG erbjuder främst sin expertis och sina tjänster till företag och organisationer inom fem sektorer. Ungefär 30% av intäkterna kommer från kunder inom försvarssektorn, cirka 20-25% från bank och finans, cirka 20% från övrig offentlig sektor, cirka 15% från handel och tjänsteföretag, cirka 5% från industrin, och resterande intäkter från bolag inom varierande sektorer.

I Q1'24 ändrade CAG sin rapportering för omsättning per kundsegment. Två förändringar genomfördes: Försvarsindustri separerades från segmentet Industri & Infrastruktur, och Hälsa & Vård integrerades med segmenten Övrig offentlig sektor och Övrigt. Bolaget har cirka 300 aktiva kunder, den största kunden står för 20% av försäljningen och de tio största kunderna står för 40% av försäljningen.

Försäljning per slutkundssegment Q1'24



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Försvar största slutkundssegmentet

Försvarssektorn är den sektor där CAG har störst exponering. Cirka 30% av koncernens intäkter kommer från kunder inom försvarssektorn. Inom försvarssektorn delas intäkterna upp i två separata segment: Försvarsindustri och Försvar. Segmentet Försvarsindustri inkluderar tillverkande kunder, som BAE Systems Hägglunds och Saab, medan segmentet Försvar huvudsakligen består av beställande parter, såsom FMV och Försvarsmakten.

En komplex bransch

Försvarssektorn är komplex och fungerar på ett sätt som skiljer sig från många andra branscher. Det ställs specifika krav och finns regleringar som inte är vanliga i andra sektorer. För att bli en godkänd leverantör måste man ofta på organisatorisk nivå uppfylla kundens krav. Kraven varierar beroende på kund och typ av upphandling. Till exempel kan vissa upphandlingar kräva extra säker hantering av information och att vissa dokument endast förvaras på platser med en viss säkerhetsklassning. För att vinna sådana upphandlingar kan specifika säkerhetsrum krävas, som måste verifieras för att säkerställa att de inte läcker ut eller in känslig information.

Dessa krav och verifieringar gör sektorn unik, vilket både kan vara positivt och utmanande. Eftersom det är tidskrävande och kostsamt för både beställare och leverantörer att genomgå verifieringsprocessen, är rörligheten inom sektorn relativt låg. När man väl har blivit godkänd som leverantör, tenderar samarbeten att vara långvariga och konkurrensen lägre än i många andra sektorer.

När man har blivit godkänd som leverantör är det avgörande att leveransen håller hög kvalitet. Inom CAG-koncernen är det främst dotterbolagen Novus, Consoden och Syntell som är verksamma inom försvarssektorn. En anledning till att dessa bolag har upplevt stabil och ökande omsättning de senaste åren är att de har konsulter med bakgrund inom försvaret. Detta innebär praktisk erfarenhet av hur organisationerna är strukturerade, hur systemen används och var det finns utrymme för förbättring. Eftersom branschen skiljer sig från många andra är erfarenhet en viktig faktor för att underlätta samarbetet.

Kunderna återfinns både inom tillverkning och beställare

Eftersom kunderna återfinns både på den kravställande och den levererande sidan varierar arbetsuppgifterna för CAG. När det svenska försvaret förvärvar materiel eller tjänster följs en specifik struktur. Först granskar Försvarmakten sina förmågor, prioriteringar och tillgänglig budget. Ibland krävs även politiskt godkännande. När Försvarmakten har identifierat vilka förmågor som måste stärkas är det försvarets upphandlande organ FMV som ansvarar för anförskaffningen. Det är då FMVs roll att ställa krav och upphandla de mest kostnadseffektiva materielen eller tjänsterna som uppfyller Försvarmaktens krav.

Under upphandlingsprocessen möter FMV flera leverantörer med produkter som kan uppfylla de ställda kraven. FMV väljer den mest lämpliga produkten baserat på kraven på rätt material, tid och kostnad. När leveransen kommer är det viktigt att testa produkterna för att säkerställa att den uppfyller de krav som ställdes i upphandlingen. CAG har kompetens att bistå kunderna genom hela denna processen.

Eftersom CAG har erfarenhet och kunskap från alla delar inom upphandlingsprocessen är de en uppskattad samarbetspartner. För Försvarmakten är det värdefullt att konsulterna har erfarenhet från området, vilket bidrar till en bättre förståelse för konsekvenserna av besluten. För FMV är det viktigt att förstå Försvarmaktens krav och omsätta dem till en tydlig kravbild. Utan praktisk erfarenhet kan det vara svårt att göra detta korrekt. Samma sak gäller för leverantörerna; att förstå FMVs kravställning korrekt kan vara avgörande för om ett projekt blir lönsamt eller inte.

CAG måste vara försiktiga för att undvika inblandning i samma projekt med olika parter, då detta skulle kunna skapa en jävsituation. Så länge de hanterar detta på ett korrekt sätt ser vi bara fördelar med att ha intern erfarenhet från alla parter i en upphandling.

CAG stöttar Försvarmakten i NATO-processen

Samarbetet syftar till att underlätta Sveriges integration och samarbete med NATO. För CAG innebär det bland annat att man bidrar till utvecklingen av teknik som förbättrar kommunikationsmöjligheterna mellan Sverige, NATO och de andra medlemsländerna. Detta baseras på tidigare operationer där Sverige var ett av flera samverkande länder. Ett problem som uppstod var bristen på en gemensam standard, vilket resulterade i bristande synkronisering och därmed bristande kommunikation.

Sveriges NATO-medlemskap öppnar upp flera möjligheter för CAG, då det innebär att Sverige kommer att stödja alliansen på ett sätt som inte tidigare varit möjligt. Samtidigt kräver medlemskapet att Sverige följer alliansens lagar och regler, som i vissa fall kan skilja sig från landets egna. Nya perspektiv och riktlinjer kan leda till förändringar och skapande av nya strukturer. Förändringar i detta avseende öppnar upp affärsmöjligheter för CAG.

CAG samarbetar med BAE Systems Hägglunds

Flera av CAGs dotterbolag har uppdrag hos BAE Systems Hägglunds. Främst är det CAG Syntell som under många år samarbetat med Hägglunds, vilka bland annat tillverkar Stridsfordon 90 (CV90), ett av världens mest avancerade stridsfordon. CAG Syntell har främst bidragit med sin expertis inom Systems Engineering. Arbetet syftar till att effektivisera styrning, förbättra kommunikation och dokumentation samt höja kvaliteten på det som tillverkas. I och med Hägglunds expansion av produktionsanläggningen i Örnsköldsvik för att fördubbla produktionen är det viktigt med moderna och anpassningsbara lösningar.

CAG är med och stödjer Hägglunds för att effektivisera deras organisation och produktion



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Dotterbolaget CAG Novus stödjer FMV i deras snabba expansion

Dotterbolaget CAG Novus samarbetar med FMV, CAGs största kund, i många projekt. Ett av dessa är att bygga ut kapaciteten och förbättra funktionen på en flygbas. På en flygbas måste all materiel, alla system och alla processer fungera för att flygplan och helikoptrar ska kunna starta och landa när som helst. Detta innebär att bogserfordon, flygunderhållsutrustning och snöröjningssystem måste vara operativa. Arbetet innefattar kravställning, underhållsplanering och registrering av materielens status.

För att flygbasen ska fungera optimalt under kritiska situationer måste ändamålsenliga system och processer vara på plats så att alla vet vad som ska göras. Kommunikation är avgörande; alla involverade måste vara uppdaterade om händelseförloppet och processens status. Förarbetet och planeringen måste därför vara noggrant utförda av erfarna personer för att undvika katastrofala misstag, som t.ex. att en plogbil är kvar på landningsbanan när ett flygplan kommer in för landning.

CAG stödjer FMV i arbetet med Gemensam Flygbasmateriel



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Bank & Finans

CAG har länge varit en betydande aktör inom Bank & Finans, med flera dotterbolag verksamma inom sektorn. De två främsta är CAG MER och CAG Datastöd, som erbjuder en rad olika tjänster, från regelefterlevnad inom AFC, (Anti Financial Crime), AML (Anti Money Laundering), Betallösningar och Compliance, som exempelvis DORA-regelverket (Digital Operational Resilience Act) till IT-stöd där CAG agerar som outsourcad IT-avdelning, samt cybersäkerhet genom CAG Security Operations Center (SOC). Bland kunderna inom denna sektor återfinns exempelvis några av AP-fonderna, Max Matthiessen och SEB.

DORA (Digital Operational Resilience Act)

DORA är en förordning som riktar sig mot banker, aktörer inom finanssektorn och kritiska leverantörer av informationsteknik och kommunikationsteknik (IKT-leverantörer). Syftet är att stärka finanssektorns motståndskraft mot störningar och digitala risker. För att uppnå detta innehåller regelverket fem huvudområden som måste uppfyllas innan början av 2025:

- **Riskhantering inom IKT** blir ett centralt ansvar för ledningen. Det innebär att ledningen ansvarar för att fastställa och godkänna organisationens motståndsstrategi samt granska och godkänna organisationens policy för användning av IKT-tjänsteleverantörer. Organisationen måste identifiera sina kritiska funktioner och kartlägga tillgångar samt beroenden, inklusive leverantörer. För att uppfylla kraven måste företagen tydligt formulera vilka risker de kan tänka sig ta, både tekniskt och organisatoriskt, vilket kräver en ökad förståelse för processer och system. Inom CAG-sfären finns specialister som arbetar med att implementera lösningar för att minska både interna och externa risker.
- **Klassificering och rapportering av IKT-relaterade incidenter** måste göras på ett enhetligt sätt för att finna specifika känsliga områden. Detta kräver att organisationer registrerar alla cyberhot, vilket i sin tur kräver förbättrad övervakning och hantering av cyberincidenter. Vid betydande cyberhot måste det finansiella bolaget underrätta kunder och motparter och bistå med lämpliga skyddsåtgärder.
- **Testning av digital motståndskraft** är ett krav enligt DORA. Företagen måste testa den digitala operativa motståndskraften, och minst en gång per år genomföra säkerhetstester på sina kritiska IKT-system och tillgångar. Om sårbarheter identifieras måste de åtgärdas. Minst vart tredje år måste företagen genomföra penetrationstester. Regelverket kräver också att vissa tester inkluderar tredjepartsleverantörer som är kritiska för organisationens funktioner och tjänster.
- **Hantering av tredjepartsrisker inom IKT** innebär ökad kontroll över tillgången till lokalerna för att förhindra obehörigas åtkomst. DORA ställer också högre krav på företagen att granska koncentrationsrisker för alla outsourcingkontrakt som tillhandahåller kritiska funktioner, vilket kan innebära krav på diversifiering av leverantörer för att minska beroendet av enskilda leverantörer.
- **Tillsynsmyndigheternas roll** kommer att stärkas genom kontinuerliga utvärderingar och utfärdande av sanktionsavgifter om kraven inte följs. Tillsynsmyndigheterna inkluderar europeiska organ, som EBA, ESMA, och EIOPA, tillsammans med lokala myndigheter och oberoende experter, som kommer att spela en viktig roll i att utforma bästa praxis.

Eftersom flera av dessa åtgärder är av engångskaraktär, som exempelvis initial kartläggning, årliga tester eller integration av en ny leverantör, är det inte ekonomiskt hållbart för de berörda bolagen att anställa en stor avdelning som enbart fokuserar på detta. Därför kommer konsulter att spela en viktig roll i denna utveckling.

CAG Security erbjuder ett antal tjänster och produkter som möter den ökande efterfrågan från finanssektorn till följd av DORA. En del av dessa tjänster inkluderar penetrationstester för att bedöma kundens cybersäkerhet och identifiera eventuella sårbarheter. Dessa tester utförs både för lokala (on-premises) och molnbaserade (cloud) lösningar. Efter testningen sammanställs en rapport som beskriver de upptäckta sårbarheterna och föreslår åtgärder för att åtgärda dem. Efter att åtgärderna har implementerats utför CAG även valideringstester för att säkerställa att de önskade säkerhetsnivåerna har uppnåtts.

En annan lösning som CAG erbjuder är ett Security Operations Center (SOC), en form av övervakningstjänst där säkerhetsrelevant information och loggar samlas in och analyseras. Om SOC identifierar ett säkerhetshot, såsom ett virus, phishing-försök eller intrångsförsök, genereras ett larm. Vid mottagande av ett larm tar en SOC-analytiker över för att utvärdera situationen och bestämma lämpliga åtgärder. Beroende på situationen kan detta innebära att isolera en dator, stänga av system eller göra konfigurationsändringar.

Övrig offentlig sektor

Kunderna inom offentlig sektor inkluderar offentliga organ från olika sektorer, såsom Arbetsförmedlingen, Tillväxtverket, Skolverket Trafikförvaltningen, men det kan också vara organisationer från andra branscher. Digitalisering och effektivisering inom denna sektor har lett till omfattande förändringar i verksamheten och nya arbetsmetoder. CAG har aktivt deltagit i projektledning och bistått med allt från systemval till integration och anpassningar. Inom detta affärsområde har CAG även flera medarbetare som är utbildade sjuksköterskor och som har erfarenhet från hälso- och sjukvårdssektorn.

CAG hjälpte Sveriges Kommuner och Regioner (SKR)

Ett exempel på ett projekt inom denna sektor var när CAG Consoden och CAG MER Consulting bistod Sveriges Kommuner och Regioner (SKR) med att förbättra sjukvårdsarbetet inom tre regioner som använde olika kvalitetsregister och journalsystem, trots att de hade samma leverantör. En betydande del av arbetet fokuserade på att säkerställa korrekt hantering av känslig information, minska dubbelarbete och utveckla ett generiskt journalsystem som kunde användas enhetligt och delas mellan regionerna. Detta var ett omfattande uppdrag som krävde specialkunskaper om regionernas arbetsprocesser och de regleringar som omgärdar dokumentation inom vården. I detta fall var det avgörande att CAG hade medarbetare med praktisk erfarenhet från vården och systemutveckling samt förmåga att samarbeta effektivt. Utan dessa tre komponenter hade de inte kunnat uppfylla kundens krav.

Praktisk erfarenhet från vården var viktigt i arbetet med SKR



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Handel och tjänsteföretag

Handel och tjänsteföretag är det fjärde största segmentet för bolaget och står för cirka 15% av intäkterna. Kundbolagen verkar både inom B2C och B2B och inkluderar exempelvis Gant, Delicard och Engellsöns. En betydande del av omsättningen härrör från kunder i Norge, exempelvis Boots Apotek, Sykehusapotekene och Maxbo Bygghandel samt nu senast hydrauliktillverkaren Servi Group. CAG tillhandahåller omfattande digitaliseringslösningar inom handel med både varor och tjänster. Tjänsteutbudet sträcker sig från UI- och UX-design till behovsanalys och projektledning, implementering och systemintegration av produktinformationssystem (PIM), Content Management Systems (CMS) och e-handelslösningar, främst baserade på plattformarna Pimcore och Adobe Magento.

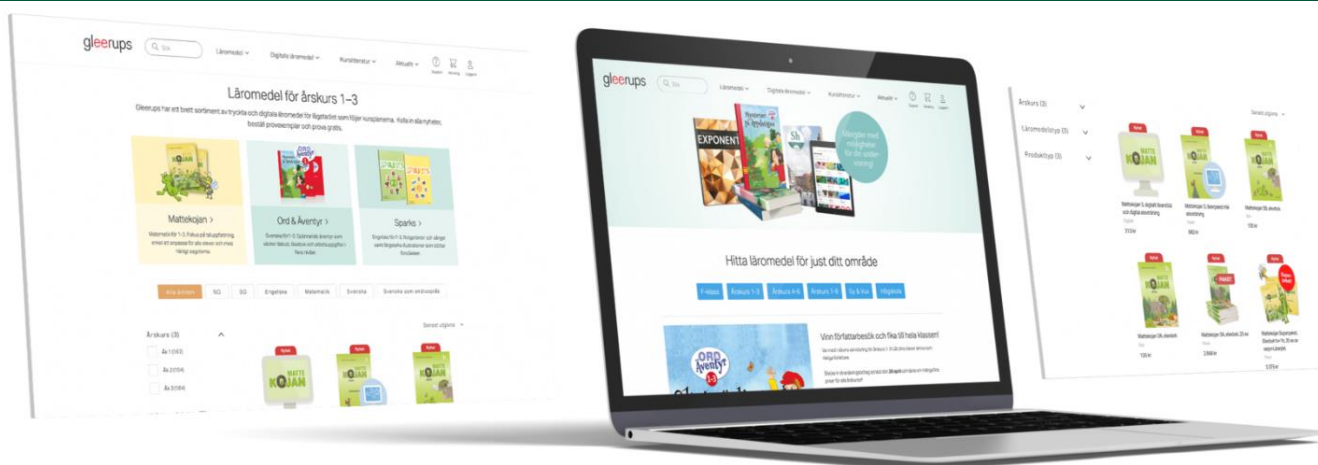
Moderniserade läromedelföretaget Gleerups hemsida

Gleerups är en leverantör av läromedel och kurslitteratur för alla åldrar. Även om majoriteten av företagets försäljning sker genom olika återförsäljares beställarportaler och sajter, är det viktigt för lärare och beslutsfattare att kunna hitta information, support och inspiration på Gleerups egen hemsida.

Uppdraget för Gleerups var att omgestalta deras hemsida för att göra den mer inspirerande och förse den med den information och det beslutsstöd som kunderna behöver. Det innefattade att förenkla navigeringen, införa en modernare design, förbättra sökfunktionen och skapa nya produktsidor. För att uppnå detta lades stor vikt vid designens användarvänlighet, samtidigt som nya och förbättrade system integrerades.

CAG Ateles, som ansvarade för uppdraget, är specialiserade på Pimcores produktportfölj och integrerade bland annat ett nytt PIM- och CMS-system. Den nya designen och de nya systemen ökar kundernas engagemang på hemsidan, vilket i sin tur resulterar i högre konverteringsgrad och ökad försäljning.

Användarvänlighet var centralt i moderniseringen av Gleerups hemsida



Källa: CAG, Penser by Carnegie

En djupdykning i försvarssektorn

Eftersom cirka en tredjedel av CAGs intäkter kommer från försvarssektorn och vi ser en betydande potential inom sektorn, har vi valt att närmare undersöka dess förväntade utveckling de kommande åren. På grund av ökad osäkerhet i världen har många länder i Europa, inklusive Sverige, beslutat att öka sin försvarsförmåga. Efter decennier av nedrustning finns det en betydande skuld av underinvesteringar som måste åtgärdas. Återuppbyggandet av försvarssektorn kommer att ta flera år och kräva kontinuerliga ökningar av försvarsbudgeten.

Inom den offentliga sektorn utgörs huvudkunderna främst av Försvarets Materielverk (FMV) och Försvarmakten, med viss verksamhet även i Norge. Inom den privata sektorn utgör företag som Saab och BAE Systems Hägglunds de främsta kunderna. Även om CAG har viss verksamhet utanför Sverige inom den privata sektorn, såsom Rheinmetall (Tyskland, Norge), Kongsberg (Norge) och Weibel Scientific (Danmark) är den relativt begränsad, varför vi kommer att fokusera på Sverige.

CAGs position inom sektorn och upprustningscykeln

Som tidigare nämnts kan CAG vara involverade i alla steg av beställningsprocessen, från planeringsstadiet till upphandling och kravtestningen vid leverans. Beroende på kund skiftar uppgifterna. Tack vare bredden i CAGs kompetens ser vi att de kan tillhandahålla passande expertis genom hela upprustningscykeln.

CAGs position inom sektorn

Med CAGs specifika kunskaper inom området, kombinerat med en omfattande teknisk expertis, kan CAG bistå alla intressenter i olika faser av processen. CAG har lång erfarenhet av att stödja alla delar av försvaret – Armén, Marinen, Flygvapnet och Ledning – genom att erbjuda support inom stora materialanskaffningsprojekt, projektleda, lösa tekniska utmaningar enligt specifika krav, exempelvis inom Ledningssystem för flera av försvarsgrenarna, samt inom IT- och cybersäkerhetslösningar. Kompetensen inom upphandling och kravhantering är även uppskattad av försvarsindustrileverantörerna. Genom att förstå hur kraven formuleras kan CAG tolka dem på bästa sätt för att möta förväntningarna. Att korrekt tolka kraven kan vara skillnaden mellan att vinna eller förlora en order, och därmed avgörande för försvarsindustrileverantörernas framgång.

Tack vare att CAG har ett flertal ramavtal med FMV och Försvarmakten samt finns med på Nato Support and Procurement Agencys (NSPA) lista över godkända företag att handla med, är det lättare för kunderna att anlita dem. Det skulle annars krävas en noggrann granskning av både företaget och de konsulter som ska utföra uppgiften vid varje uppdrag. Genom att ha dessa godkännanden är CAG listade som ett av de företag som är godkända att beställa från.

Upprustningscykeln

Förenklat kan man dela upp den pågående upprustningscykeln i tre olika faser. Ju längre in i cykeln vi kommer, desto mer kommer faserna att överlappa varandra.

Fas I

På grund av de oroligheter som uppstått i Ukraina inleddes pågående upprustningscykel med att ersätta den mest grundläggande utrustningen, ifall oroligheterna skulle sprida sig. För Sverige innebar detta beställningar av ammunition, granater, kläder, tält, mat med mera. Det som karakteriserar denna fas är att produkterna är förbrukningsvaror som generellt sett inte är särskilt dyra och inte kräver några specifika politiska beslut, vilket resulterar i korta beslutsprocesser.

Fas II

Detta är den längsta och mest komplexa fasen i termer av tid. Här tas stora strukturella beslut som ofta involverar betydande summor och politiskt engagemang. Exempelvis kan det handla om att prioritera flottan genom fler ubåtar eller armén genom fler stridsfordon. Sådana stora och kostsamma satsningar baseras på noggrann analys av vad som bedöms vara mest relevant. När den långsiktiga planeringen är klar och besluten är fattade inleds en lång upphandlingsprocess, som även den kan vara föremål för politisk inblandning. Större upphandlingar tar normalt sett 3-5 år, men i det nuvarande kritiska läget arbetar alla för att förkorta processen.

Fas III

Den sista fasen innebär att utföra och slutföra det som planerats i fas II. Här tillverkas och levereras de produkter som beställts. Det är också här som underleverantörer till plattformstillverkarna får sina beställningar. Beroende på beställningens omfattning och avtal kan leveranserna pågå under flera år. Den här fasen innefattar även beslut om att återupprätta gamla regementen, flygbaser med mera.

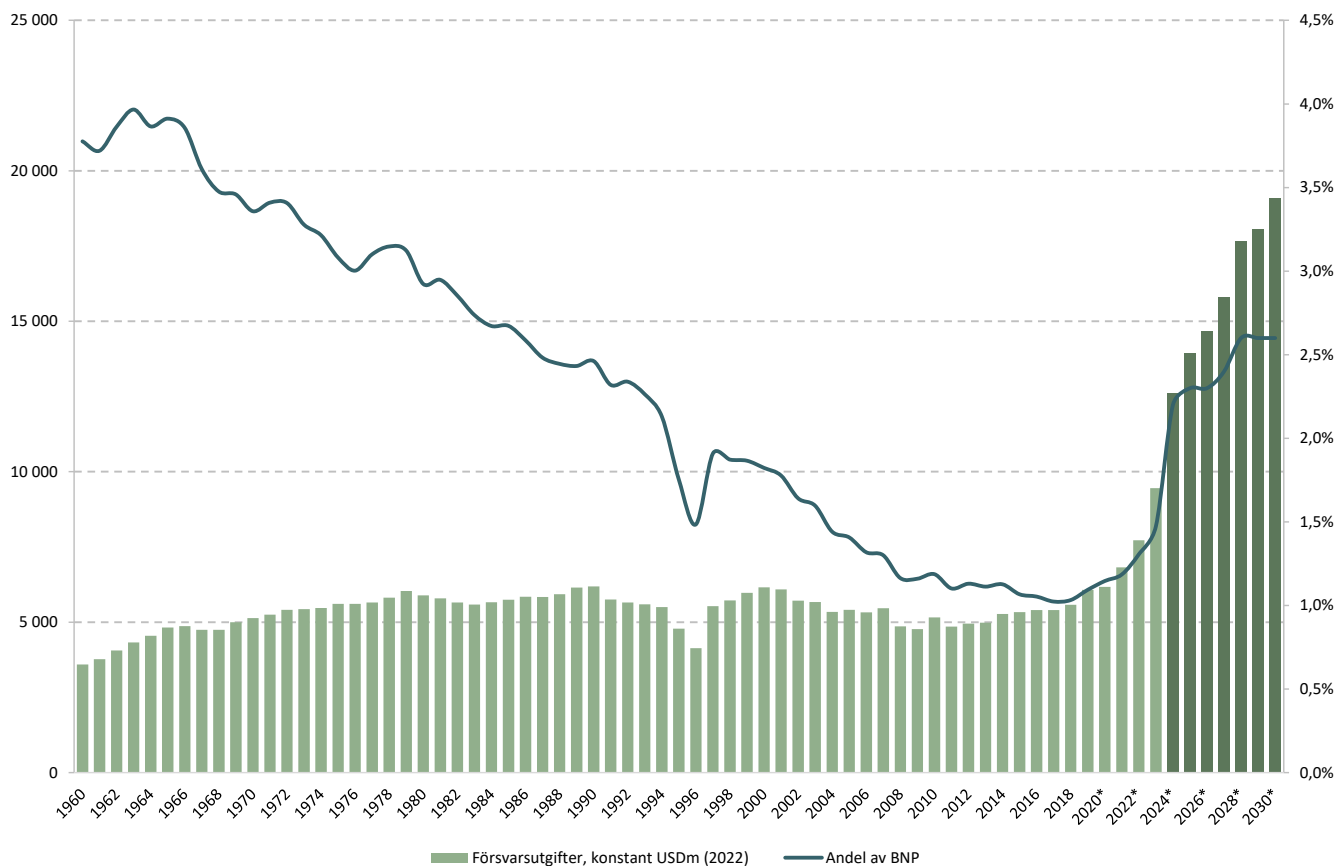
Sveriges förväntade försvarsbudget

Under flera decennier har Sverige minskat sin försvarsbudgets andel av BNP. Under höjdpunkten av det kalla kriget spenderade Sverige över 4% av BNP på försvaret, men i slutet av kalla kriget sjönk budgeten till under 2%, och den sjönk ytterligare till drygt 1% under 2010-talet. Efter att Ryssland annekterade Krimhalvön 2014 insåg Sverige och västvärlden att säkerhetsläget hade förändrats. Trots det nya säkerhetsläget var det svårt att få politiskt gehör, och det var inte förrän i budgetförslaget för perioden 2017-2020 som Sverige började öka försvarsbudgeten.

Inför budgetförhandlingarna för perioden 2017-2020, som sedan resulterade i försvarsbeslutet 2020, varnade ÖB Micael Bydén för att försvaret riskerade att förlora sin försvarsförmåga om inte anslagen höjdes. Efter politiska meningsskiljaktigheter beslutades 2019 om en höjning med 20 mdkr, det vill säga 5 mdkr per år mellan 2022 och 2025. Notera att detta höjningsbeslut alltså skedde före Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina 2022.

Efter Rysslands invasion av Ukraina 2022 har beslut och budget ändrats flera gånger. Med de nya besluten har försvarsanslagen mer än fördubblats mellan 2020 och 2024, från cirka 60 mdkr till cirka 122 mdkr. Enligt Försvarsberedningen, i deras senaste rapport "Stärkt försvarsförmåga", bör försvarsbudgeten år 2030 vara åtminstone 185 mdkr. Det motsvarar en årlig tillväxt på drygt 7% mellan 2024 och 2030.

Efter Rysslands annektering av Krimhalvön 2014 insåg västvärlden att ett nytt förvärrat säkerhetspolitiskt läge rådde



Källa: SIPRI, *Regeringen, Penser by Carnegie

Ser fortfarande inte full effekt av de högre försvarsanslagen

Under de senaste två åren har vi sett en kraftig ökning av beställningar inom försvarssektorn. Detta är en direkt följd av det försämrade omvärldspolitiska läget och högre försvarsbudgetar. Trots detta har vi ännu inte sett de fulla effekterna. Det beror på att organisationerna, både på kundens och leverantörens sida, inte har varit redo för den snabba expansionen. Ingen hade förväntat sig den här utvecklingen. Därför råder personalbrist och planeringen för hur upprustningen skall hanteras ligger efter. Omställningen från att under decennier ha skurit ned på försvaret till att på kort tid vända och expandera har gått för snabbt. De anställda inom försvaret har gått från att ha mycket tid och lite pengar till att ha mycket pengar och lite tid.

FMV, försvarets upphandlingsorganisation, meddelade i juli 2023 att de räknade med att behöva öka antalet anställda från 2 200 till 2 900 fram till 2026, vilket motsvarar en personalökning på drygt 30%. Detta var innan de nya regeringsförslagen om ytterligare budgettillskott, vilka kan ytterligare ha ökat behovet av antalet anställda. Arbetsbördan på FMVs personal har stigit kraftigt och nya arbetssätt för att förkorta processerna har tagits fram. Det stora antalet nyrekryteringar visar att de anställda inte har hunnit med att utföra alla uppgifter, vilket skapar ett behov av konsulter. För att hantera tillväxten bygger FMV nya kontor med planerad inflytt sommaren 2024.

Att de anställda inom försvaret inte hunnit med är positivt för CAG, då de har kompetens som är efterfrågad. Kombinationen av långa cykler inom sektorn och att personalen inte hunnit med visar att vi ännu inte sett full effekt av budgetökningarna. Budgetarna har helt enkelt inte hunnit omsättas i nya ordrar och aktiva projekt. Eftersom omställningen inom försvaret är så omfattande, förväntar vi oss att efterfrågan på CAGs tjänster kommer att fortsätta vara stor, även när FMV har anställt fler.

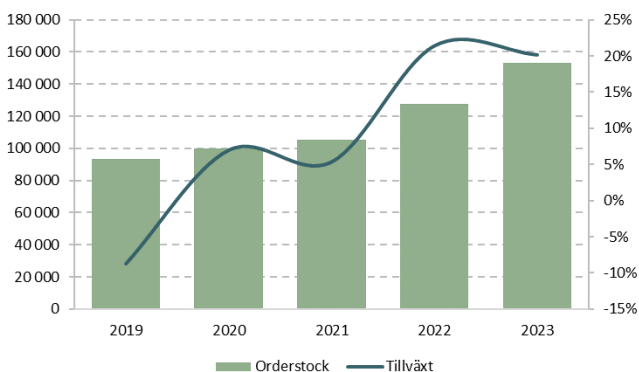
Saabs och BAE Systems orderböcker och förväntade utveckling

Situationen med högre försvarsanslag och att de anställda inom försvaret inte hunnit med är inte unik för Sverige; samma sak gäller för många andra europeiska länder. I kombination med att större upphandlingar av plattformar som stridsvagnar, fartyg och flygplan är långa processer, förväntar vi oss att se fortsatt ökad aktivitet inom sektorn. För CAGs viktiga kunder Saab och BAE Systems, som är stora exportörer, är det viktigt att även andra länder stärker sina försvar. Båda dessa företag har under de senaste två åren mött en kraftigt ökad ordergång och försäljning, vilket marknaden förväntar sig kommer att fortsätta.

Saab

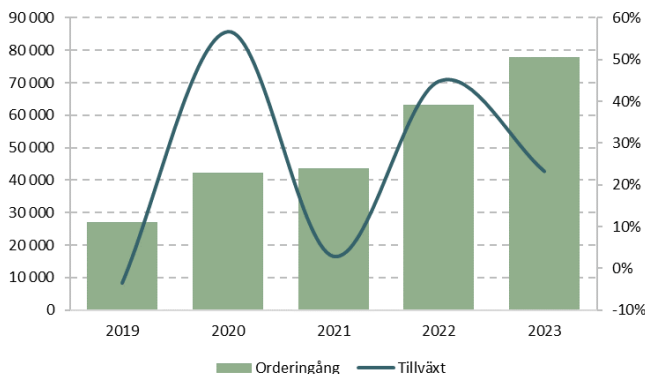
Sedan invasionen av Ukraina har Saab mött en markant ökad efterfrågan, både från Sverige och internationellt. Den största ökningen har setts i divisionen Dynamics, som främst tillverkar olika typer av understöds- och missilssystem. Detta bekräftar våra tes om fas I. Under 2024 har de även sett en ökad ordergång inom andra divisioner som tillverkar större plattformar, såsom Surveillance och Kockums, vilket tyder på att vi nu befinner oss i fas II.

Trots kraftig omsättningsökning har orderstocken vuxit med över 20% per år, mkr



Källa: Factset, Penser by Carnegie

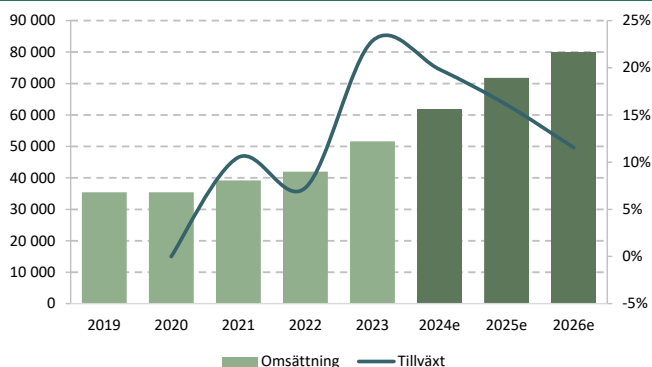
Saab har mött en tydligt ökad efterfrågan de senaste två åren, mkr



Källa: Factset, Penser by Carnegie

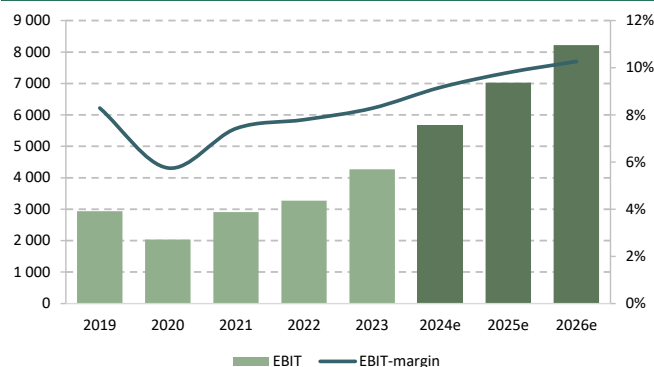
Eftersom vi anser att fas II kommer att fortsätta under en längre tid, bedömer vi att marknads förväntningar om fortsatt tillväxt är rimliga. Det är positivt för CAG att deras kunder möter ökad efterfrågan, eftersom det skapar fler behov och möjligheter för CAGs tjänster. Vi är därför fortsatt positiva till att intäkterna inom denna sektor kommer att öka och vara stabila, oavsett hur den övriga konjunkturen utvecklas.

Marknaden förväntar sig fortsatt tillväxt på 12-20% kommande år, mkr



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Förväntningarna i marknaden är att marginalen ska stiga till över 10% 2026, mkr



Källa: Factset, Penser by Carnegie

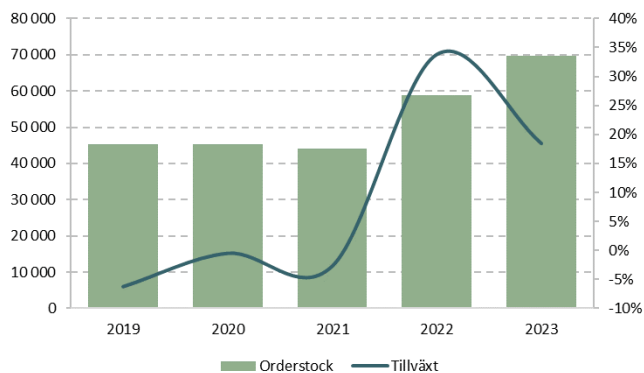
BAE Systems

BAE Systems är ett stort försvarskonglomerat baserat i Storbritannien. Koncernen äger de två stora svenska försvarsbolagen Hägglunds och Bofors. Hägglunds är främst kända för stridsfordonet CV90, medan Bofors är kända för sitt artillerisystem Archer.

Inom BAE Systems utgör Hägglunds och Bofors en relativt liten del, men båda företagen har fått stora beställningar. Hägglunds har annonserat att de bygger ut sin produktion i Örnköldsvik till följd av den kraftigt ökade efterfrågan. Under 2020 hade företaget drygt 800 anställda, och vid utgången av 2023 hade antalet ökat till drygt 1 700. Ny fabrik och utökad produktion leder till att Hägglunds behov av konsulter och extern hjälp ökar.

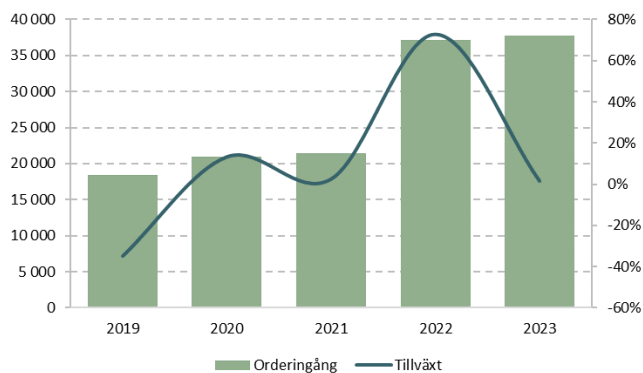
Bofors möter också en tydligt ökad efterfrågan och har bland annat vunnit en order på 48 Archer-system från det svenska försvaret. Som en följd av den ökade efterfrågan arbetar företaget aktivt med att utöka sin verksamhet. De har meddelat i media att de söker fler ingenjörer och att samarbetet med universiteten behöver förbättras. Detta visar att de är i behov av kunskap utifrån vilket skapar bra möjligheter för CAG att sälja sina tjänster och stödja Bofors i deras fortsatta expansion.

BAE Systems IR säger att det finns stora program på gång som ännu inte syns i orderboken, USDm



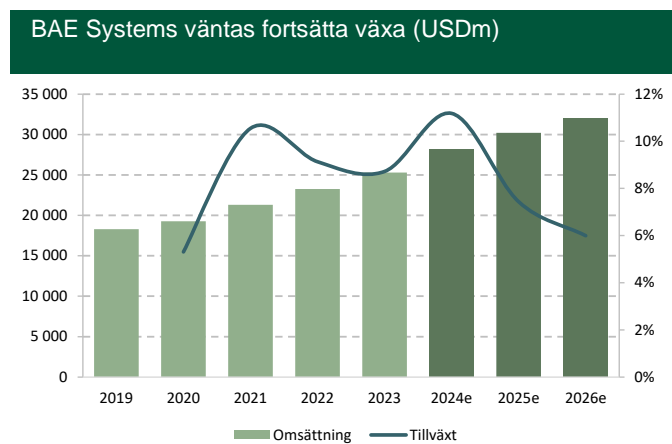
Källa: Factset, Penser by Carnegie

Under 2022 mötte bolaget en extrem orderingsökning, USDm

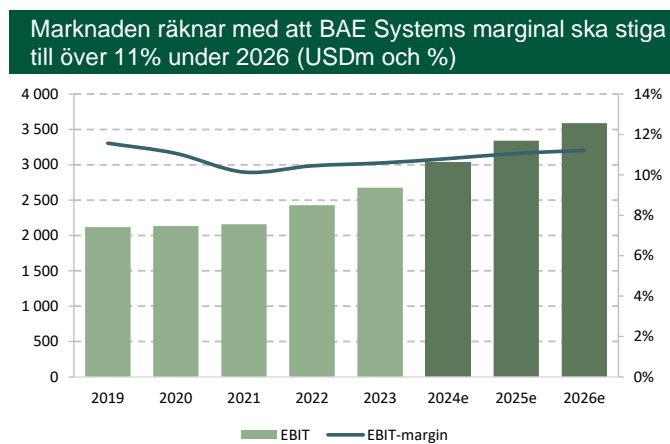


Källa: Factset, Penser by Carnegie

Marknadsförväntningarna är att BAE Systems som koncern kommer att fortsätta växa med mellan 6-11 % de kommande åren. Ramavtalet som Sverige ingick med Hägglunds i maj 2024 kan även utnyttjas av andra länder för att beställa CV90. Avtalet underlättar upphandlingsprocessen för andra länder, vilket skapar möjligheter för Hägglunds att sälja fler stridsfordon.



Källa: Factset, Penser by Carnegie



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Historisk utveckling

Som tidigare nämnt ser vi fortsatt stabilitet och tillväxt inom sektorerna Försvar och Bank & Finans. Därför väljer vi i följande avsnitt att fokusera extra på dotterbolagen vars verksamheter har störst exponering mot dessa sektorer. Data för dotterbolagen är hämtat från allabolag.se. Eftersom dotterbolagen ingår i en koncern och data är hämtat från allabolag.se finns det en viss osäkerhet då koncernredovisningen kan påverka siffrorna. Osäkerheten ökar ju längre ned i resultaträkningen man kommer, och siffrorna ska snarare ses som riktningvisare än exakta tal.

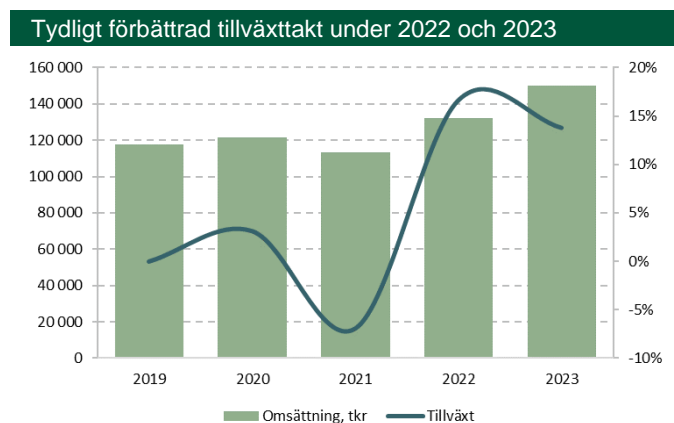
Dotterbolag med stor exponering mot Försvar

CAG har främst tre dotterbolag med stor exponering mot försvarssektorn: Syntell, Consoden och Novus. Den viktigaste kunden är FMV, och vår bedömning är att FMV står för mellan 60-70% av gruppens intäkter från försvarssektorn, vilket inkluderar både Försvar och Försvarsindustri. Vi förväntar oss att FMV kommer att fortsätta vara den enskilt största kunden framöver, men att andelen av intäkterna kommer att minska när andra företag inom industrin växer.

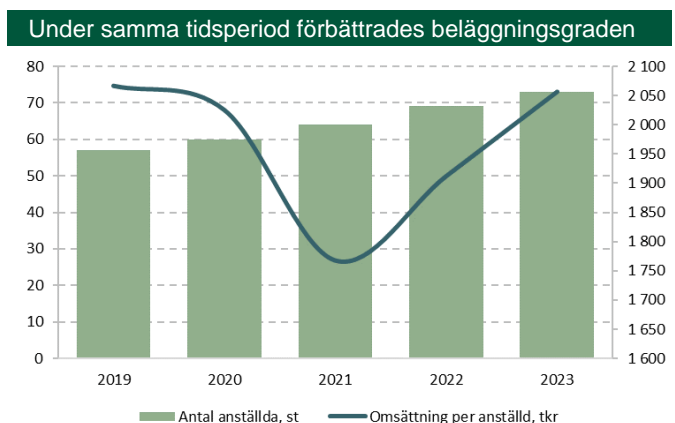
CAG Syntell

Syntell grundades 1994 och har varit en del av CAG-koncernen sedan 2022. Företaget är specialiserat på att hjälpa organisationer inom försvar, offentlig sektor och industri med utbildning, verksamhetsutveckling, systems engineering, kravhantering, konfigurationsledning och logistikstöd.

CAG var medvetna om Syntells goda arbete flera år före uppköpet. När de förvärvade Syntell 2022 var de därför inte särskilt oroad över att omsättningen och vinsten hade fallit året innan. Detta kan ha bidragit till en något lägre köpeskilling, och det förändrade världsläget gjorde att CAG såg ytterligare potential i Syntells försvarsexponering. Sedan 2021 har tillväxten varit tvåsiffrig, och både omsättning per konsult och vinstmarginal har förbättrats avsevärt. Vi förväntar oss att Syntell kommer att fortsätta vara ett av gruppens snabbast växande dotterbolag under de kommande åren.



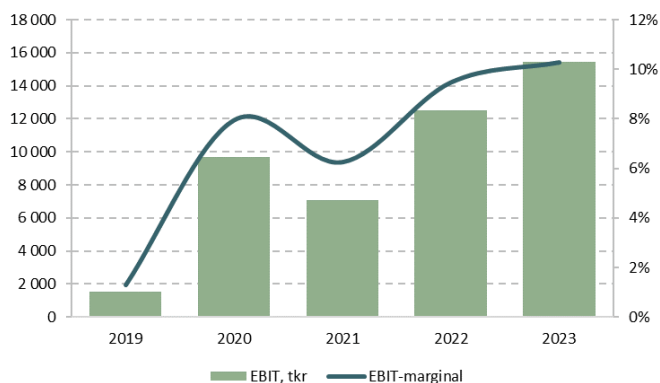
Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

Inom konsultbranschen är det viktigt att upprätthålla en hög beläggningsgrad för att förbättra lönsamheten. Historiken visar tydligt att när intäkterna per konsult ökade under 2022 och 2023, sågs en betydande förbättring av lönsamheten. En del av denna förbättring kan tillskrivas sammanslagningen med CAG. Även om Syntell fortsätter att till stor del driva sin egen verksamhet, finns det synergier inom koncernen. På kostnadssidan finns det synergier att utnyttja genom gemensamma system, minskad overhead osv. På intäktssidan kan koncernbolagen stödja varandra med beläggning och att hitta nya uppdrag. Med fortsatt tillväxt och bibehållna intäkter per konsult finns det möjlighet till ytterligare marginalförbättring.

Hög korrelation mellan beläggningsgrad och marginal



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

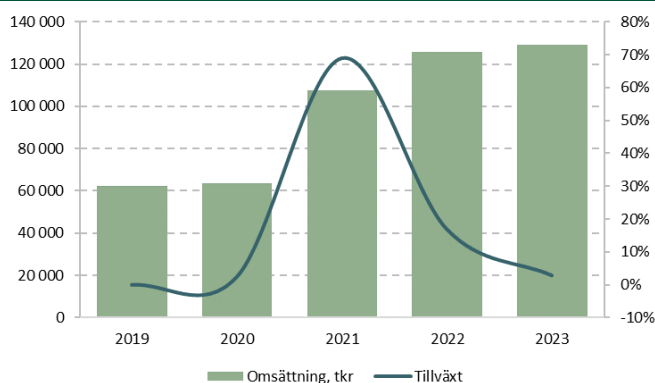
CAG Consoden

Dotterbolagets huvudsakliga expertis ligger inom verksamhetsnära utveckling och digitala lösningar inom försvar, samhällssäkerhet samt hälsa och vård. Kunderna utgörs av både offentliga och privata organisationer med högre krav på säkerhet och tillförlitlighet. Tjänsterna fokuserar främst på avancerad verksamhets- och systemutveckling och syftar till att hjälpa kunden att förverkliga sina idéer.

Liksom för många andra konsultföretag var 2021 ett rekordår för Consoden, dels påverkat av en stark marknad, dels tack vare att de införlivade Hälsa & Vård-verksamheten inom CAG Mawell, som ingår i CAG Consoden. Med tanke på bolagets kundexponering är tillväxten under 2023 inte så förvånande, trots att många andra konsultbolag inte klarade av att visa tillväxt. Detta kan till stor del tillskrivas bolagets starka position inom försvarssektorn, som upplevde en kraftig ökning av aktiviteter under 2023.

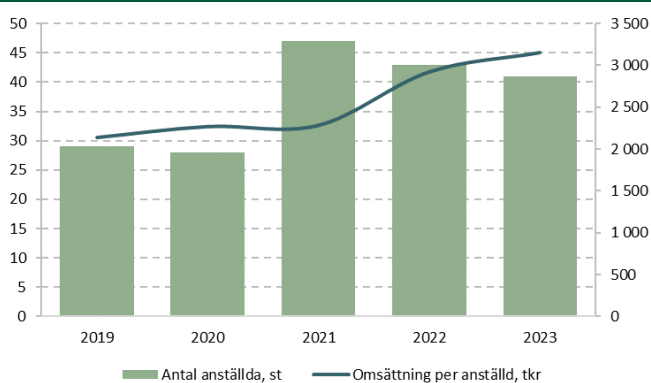
Consoden använder sig av en betydande andel underkonsulter, vilket har både fördelar och nackdelar. Underkonsulter tenderar att vara dyrare än fasta anställda, men å andra sidan kan de snabbt sägas upp om det saknas uppdrag för deras expertis. I en expansiv marknad med hög beläggning kan detta vara en nackdel, men det kan vara fördelaktigt om efterfrågan viker.

Consoden har lyckats bibehålla hög omsättning även 2022 och 2023



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

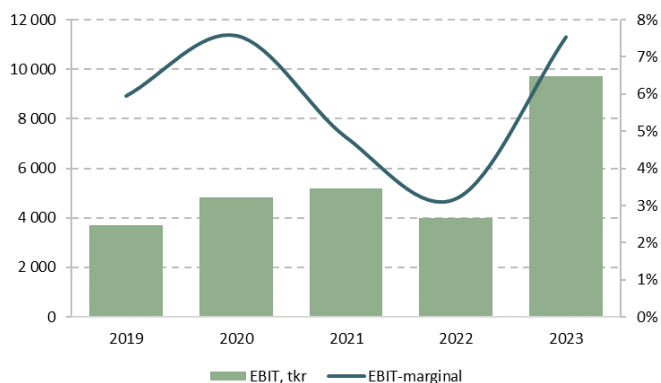
Hög andel underkonsulter gör att omsättning per anställd blir extra hög



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

En högre andel underkonsulter är orsaken till att intäkten per anställd är den högsta och marginalen den lägsta bland de dotterbolag vi kommer att granska närmare. Under 2023 steg vinstmarginalen kraftigt. Eftersom tillväxten inte var särskilt hög, baserat på utvecklingen av antalet anställda och intäkt per anställd, bedömer vi att detta beror på ökad beläggning och lägre kostnader.

Kraftigt förbättrad marginal under 2023



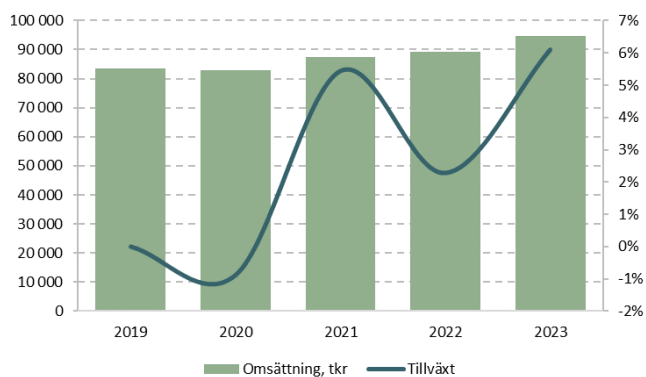
Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

CAG Novus

Novus var det första förvärvet som CAG Group genomförde, 2009. Deras erbjudande riktar sig främst mot försvarsmyndigheter och omfattar systems engineering, integrerade logistiklösningar, ledningssystem, registrering och registervård. Inom Novus finns många konsulter med tidigare erfarenhet av arbete inom olika områden inom försvarssektorn.

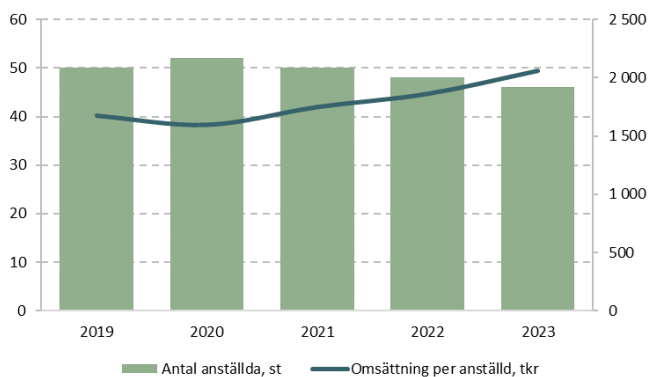
Sedan 2020 har Novus aktivt arbetat för att öka omsättningen per anställd och därigenom förbättra lönsamheten. De har gradvis lyckats öka sin omsättning samtidigt som de har minskat antalet konsulter de senaste åren. Detta har resulterat i en ökning av omsättningen per anställd med totalt 29% under perioden 2020-2023, samtidigt som den totala omsättningen ökade med 14% under samma period. En del av omsättningsökningen per anställd tillskrivs ökat användande av underkonsulter kopplade till ramavtalet Flyg & Rymd som CAG vann under 2023.

2023 ökade aktiviteten på försvarsmarknaden



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

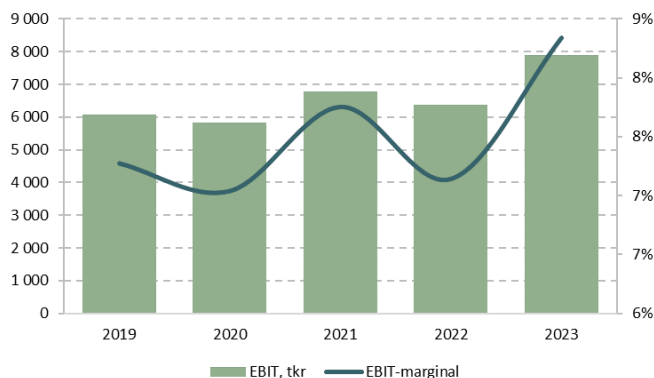
Novus har lyckats öka omsättningen per anställd med 29% mellan 2020-2023



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

Den förbättrade beläggningsgraden återspeglas även i vinsten. Marginalen steg till 8,3% under 2023 jämfört med drygt 7% tidigare. I absoluta tal har EBIT ökat med 35% mellan åren 2020-2023, vilket är en högre ökningstakt än intäkterna per anställd. Detta visar att verksamheten har positiv drop-through-effekt, vilket indikerar att vi kan förvänta oss ytterligare marginalexpansion vid fortsatt tillväxt.

Tydlig korrelation mellan tillväxt och marginal



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

Dotterbolag med stor exponering mot Bank & Finans

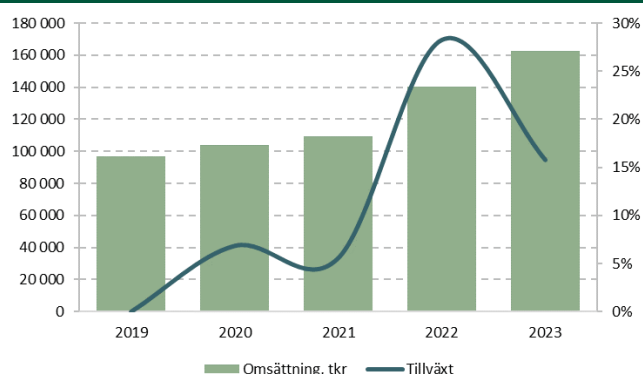
CAG har omfattande erfarenhet inom Bank & Finans-segmentet, med många välkända bolag på sin kundlista. Denna inkluderar allt från traditionella storbanker som SEB och Swedbank till tredje, fjärde och sjunde AP-fonderna inom finanssektorn och Länsförsäkringar och Folksam inom försäkringsbranschen. CAG erbjuder en bred variation av tjänster inom sektorn och assisterar med allt från AFC, AML, compliance, betalningslösningar, digitalisering och specialanpassningar till drift av IT- och finansiella expertsystem. Inom Bank & Finans-sektorn har det införts flera omfattande regleringar som kräver digital hantering för att hantera effektivt.

CAG Datastöd

Datastöd var ett av de tre bolag som bildade CAG Group år 2005 och är således en av grundpelarna inom koncernen. Deras kunder återfinns främst inom bank-, finans- och juristsektorerna, och Datastöd har särskilt lång erfarenhet av portföljförvaltande organisationer. Deras erbjudande fokuserar främst på IT-operation, användarsupport, applikationsdrift av finansiella system och digitaliseringstjänster. I de flesta uppdrag tar de ett helhetsansvar och agerar som en outsourcad IT-avdelning.

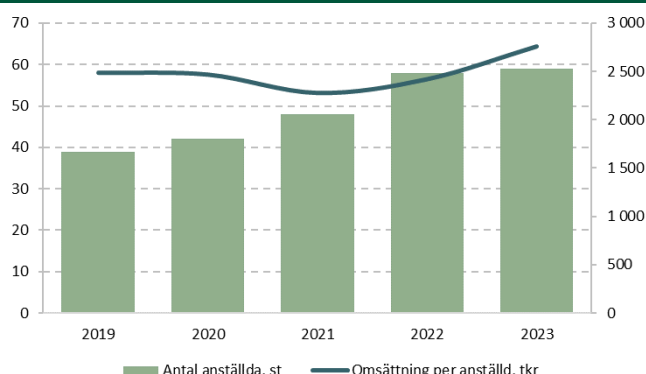
Tillväxten har tagit fart under de senaste två åren. Omsättningsökningen har drivits av högre beläggning och fler anställda. Det som är unikt för Datastöd är att deras kontrakt ofta sträcker sig över flera år, vilket gör att intäkterna i hög grad kan klassas som återkommande.

Jämfört med marknaden har Datastöd uppvisat imponerande hög tillväxt de senaste två åren



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

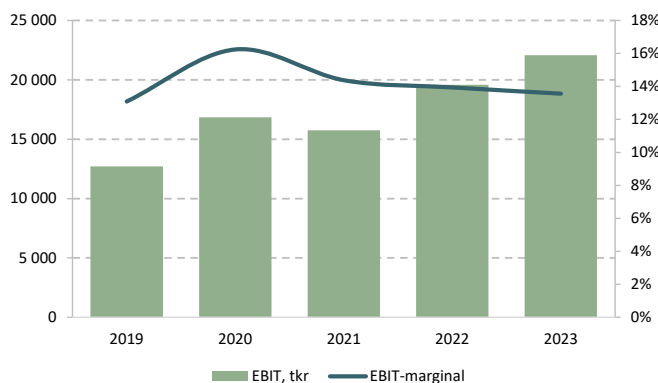
Under 2023 steg intäkterna per anställd markant...



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

Långa kontrakt underlättar även upprätthållandet av en hög beläggingsgrad hos konsulterna, vilket är av stor vikt för marginalerna. Beläggingsgraden är en av anledningarna till att Datastöd har den högsta rörelsemarginalen i koncernen. Även om vi jämför med branschstandarderna är Datastöds marginaler höga. Att marginalen har minskat under samma period som omsättningen per anställd har stigit tyder på att kostnaderna har ökat mer. Förmodligen beror detta på en kombination av högre både rörliga och fasta kostnader, t.ex. dyrare licens- och hårdvarukostnader från de stora mjukvaru- och utrustningstillverkarna.

... vilket inte återspeglas i marginalen



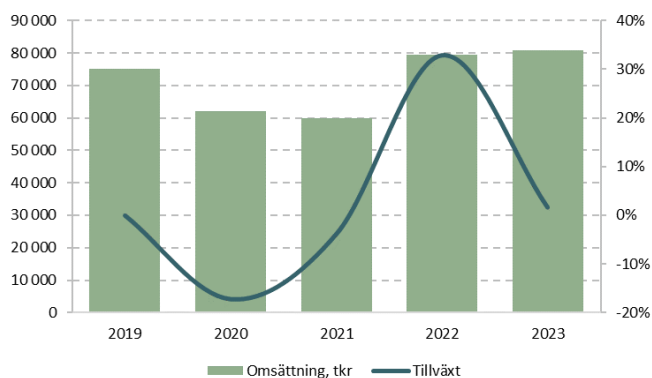
Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

CAG MER

Sedan 1984 har CAG MER hjälpt kunder inom bank, finans och försäkring med tekniska utmaningar, verksamhetsförändringar och efterlevnad av nya regelverk. När det gäller teknikutveckling och verksamhetsförändringar är det viktigt att ha lång erfarenhet och djup kunskap om sektorn för att vinna kundernas förtroende. Utöver de tidigare nämnda tjänsterna erbjuder CAG MER även stöd med AFC, AML, compliance (exempelvis KYC och DORA) och systemutveckling inom bland annat kortverksamhet, värdepapper och lån.

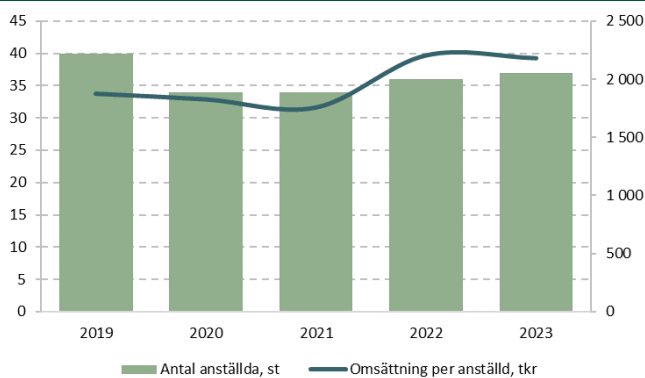
Även CAG MER har under de senaste två åren uppvisat en CAGR tillväxt klart över marknadens. Det visar att bolaget har ett starkt erbjudande gentemot sektorn. Trots att omsättningen steg med över 30% under 2022 anställde de endast två extra konsulter. Det återspeglas i att både omsättning per anställd och marginalen steg kraftigt. I och med att marginalen också uppvisade en klar förbättring visar det på en tydlig effektivitetsförbättring, och inte bara ökat utnyttjande av underkonsulter.

CAG MER uppvisade exceptionell tillväxt under 2022



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

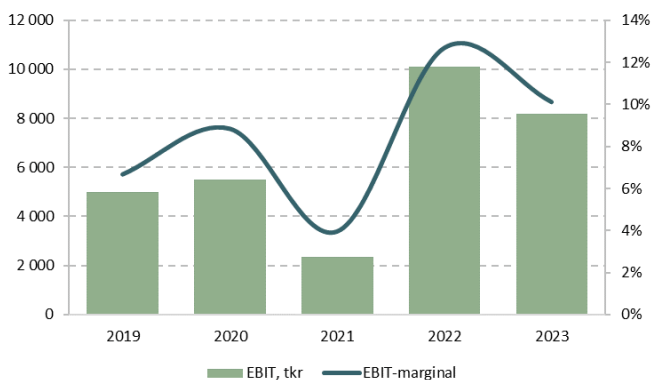
Effektiviteten har under samma period förbättrats, vilket återspeglas i högre intäkter per anställd



Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

Effektivitetsförbättringen återspeglas i marginalen som uppvisat en klar förbättring sedan 2019. CAG MER har under de senaste åren uppvisat högre marginal än gruppen. I och med att Bank & Finans sektorn ser ut att fortsätta tjäna mycket samtidigt som de möter ökade krav på regelefterlevnad, förväntar vi oss att CAG MER kommer att vara ett av de dotterbolag som fortsätter att driva koncernens tillväxt och marginalexpansion.

Vinstförbättringen är mycket exceptionell, varför vi tror att förändringen kan ha med koncernredovisning att göra

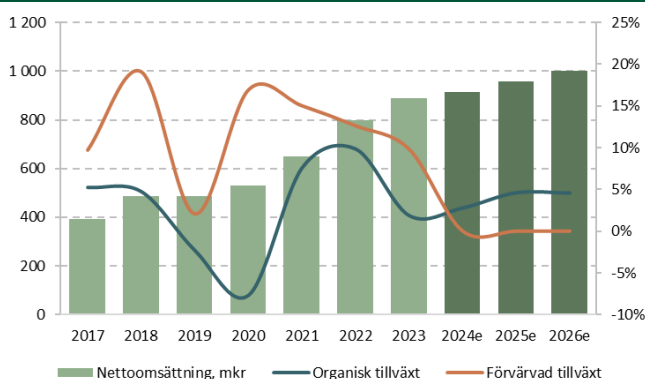


Källa: Allabolag.se, Penser by Carnegie

Koncernens historiska utveckling

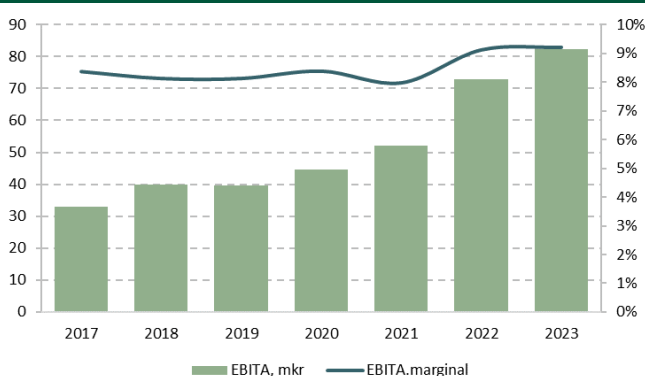
Sedan 2017 har CAG vuxit 126%, vilket motsvarar en CAGR-tillväxt på knappt 15%, varav ungefär 3% utgörs av organisk tillväxt. Den kraftiga tillväxten under 2021 och 2022 berodde på en kombination av hög organisk tillväxt på 7,6% respektive 9,9% och förvärvad tillväxt om 15,0% respektive 12,6%. Under 2023 normaliserades den organiska tillväxten och kompletterades med förvärv. Under första kvartalet 2024 var den organiska tillväxten -2%. Det berodde på att CAG minskade användningen av underkonsulter och att kvartalet var en dag kortare jämfört med föregående år. De kommande kvartalen kommer däremot att vara en dag längre jämfört med föregående år, vilket kommer gynna tillväxten.

Ca 4% organisk och 12% förvärvad CAGR sedan 2017



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Marginalen har varit stabil mellan 8-9%

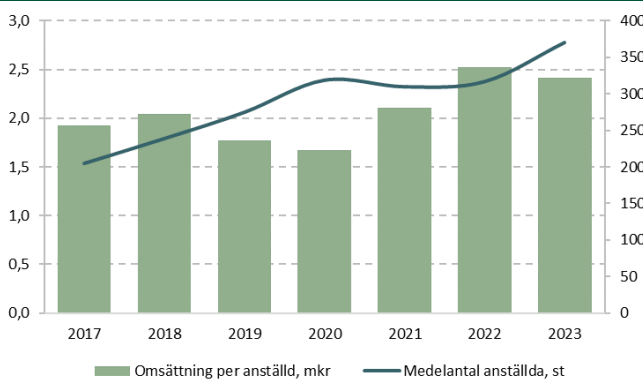


Källa: CAG, Penser by Carnegie

EBITA-marginalen har varit stabil mellan 8-9%, och gruppen har som mål att nå över 10%. Anledningen till den stabila marginalen trots ökad omsättning per anställd beror på det ökade användandet av underkonsulter. Det innebär en lägre marginal när det går bra men en högre marginal när efterfrågan minskar eftersom det är lättare att säga upp underkonsulter. Vi har observerat att CAG fortsätter att anställa, och antalet anställda steg även under Q1 2024. Vi tolkar detta på två sätt. För det första att koncernen arbetar för att ersätta en del underkonsulter för att uppnå en högre marginal. För det andra att man känner sig trygga i sin marknadsposition och efterfrågan.

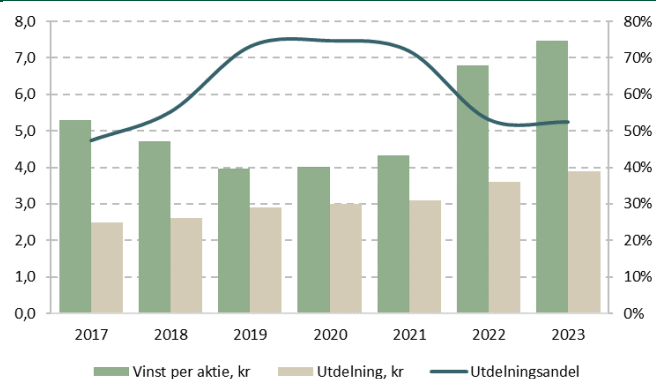
CAG har höjt utdelningen varje år sedan 2017, och vi bedömer deras finansiella ställning som god. Bolaget har som mål att dela ut minst 50% av vinsten, vilket de absolut har uppfyllt under denna period. Vi förväntar oss att den trenden kommer att fortsätta. Ledningen har lång erfarenhet från branschen och man har nettokassa samt exponering mot stabila marknader.

Ökade intäkter från underkonsulter har ökat intäkterna per anställd utan motsvarande ökning av marginalen



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Bolaget har höjt utdelningen varje år sedan 2017 och vi förväntar oss att det kommer att fortsätta



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Vi har analyserat tillväxtökningen med fokus på antalet anställda och effektivitet för att bestämma den primära drivkraften. För att avgöra detta beräknade vi hur mycket de nya anställda skulle ha omsatt om effektiviteten hade förblivit densamma som 2017. Sedan 2017 har omsättningen ökat med 102%. Enligt vår beräkning står den ökade personalen för 64% av tillväxten medan 36% beror på förbättrad effektivitet. Effektivitetsförbättringar kan inkludera flera faktorer, såsom prisjusteringar, förbättrad beläggning eller ökad försäljning av mjukvara och användning av underkonsulter. Att bibehålla hög beläggning för egna konsulter och använda underkonsulter vid behov ses som en effektiv strategi, medan konkurrens om beläggning tenderar att vara negativt.

64% av omsättningsökningen har drivits av fler anställda och 36% av effektivisering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsättning, mkr	395	489	488	533	653	800	894
Medelantal anställda, st	205	239	275	319	310	317	371
Intäkt per anställd, mkr	1,93	2,05	1,77	1,67	2,11	2,52	2,41

Intäktsökning drivet av fler medarbetare

Antal nya medarbetare, st	166
Intäkt endast drivet av ökat antal medarbetare, mkr	319

Intäktsökning drivet av ökade intäkter per anställd

Total intäktsökning, mkr	499
Intäkter drivet av ökade intäkter per anställd, mkr	180

Källa: CAG, Penser by Carnegie

Liknande företag

Vi har identifierat fyra noterade svenska företag som vi anser ha tillräckligt liknande verksamhet som CAG för att kunna jämföra den historiska utvecklingen och utvärdera förväntningar. Dessa bolag är Knowit, Softronic, B3 och Precio Fishbone, alla verksamma inom IT- och managementkonsultsektorn och med tjänsteerbjudanden som ofta överlappar varandra. Även om det finns vissa skillnader i specialisering och fokusområden anser vi att avvikelserna är tillräckligt små för att jämförelser ska vara relevanta. Vid jämförelsen mellan bolagen har vi främst fokuserat på tillväxt, lönsamhet (EBITA), utdelning, antal anställda och vilka sektorer de är exponerade mot.

Knowit

Knowit är specialiserade på digital transformation och har tre huvudsakliga affärsområden: Experience, Insight och Solutions.

- **Experience** fokuserar på digitala kundupplevelser och marknadsföring. Knowit hjälper företag att utveckla och implementera strategier för digital marknadsföring, webb- och mobilapplikationer samt e-handelslösningar.
- **Insight** erbjuder tjänster inom managementkonsulting och hjälper företag att optimera sina affärsprocesser. Det inkluderar dataanalys och affärsintelligens för att ge kunderna insikter baserade på deras egen data.
- **Solutions** innefattar IT-konsulttjänster där Knowit designar, utvecklar och förvaltar kundspecifika lösningar inom systemutveckling, molntjänster, cybersäkerhet och integration. Knowit arbetar med att leverera skalbara och hållbara teknologilösningar som stödjer kundernas affärsstrategier.

Till skillnad från övriga företag vi jämför med har Knowit en betydande verksamhet utanför Sverige. Under 2023 genererades cirka 45% av intäkterna i Sverige och resterande från Norge (28%), Danmark (13%), Finland (11%) och Polen (3%). Den geografiska expansionen har skett både genom förvärv och organisk tillväxt.

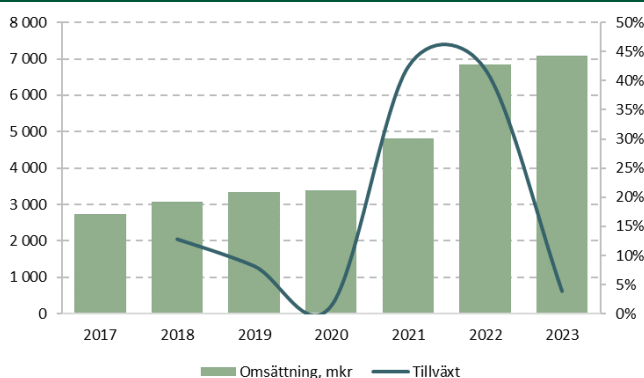
Historisk utveckling

För att jämföra Knowits utveckling med de andra bolagen är det svenska segmentet det mest intressanta, men i en värderingsjämförelse är helheten det mest intressanta. Därför kommer vi i följande att titta på båda.

Sedan 2017 har vi sett en gradvis tillväxt som toppats av förvärv. 2023 var ett utmanande år för konsultbranschen generellt, och så även för Knowit. Trots en tuff marknad lyckades Knowit öka omsättningen med 4%. Jämfört med 2021 och 2022 kan 4% verka lågt, men det bör sättas i perspektiv av att konsultmarknaden förväntas växa ungefär 2-4% per år. Dessutom genomförde Knowit ett par större förvärv under 2021 och 2022, vilket fick tillväxten att skjuta i höjden. Inga sådana förvärv genomfördes under 2023.

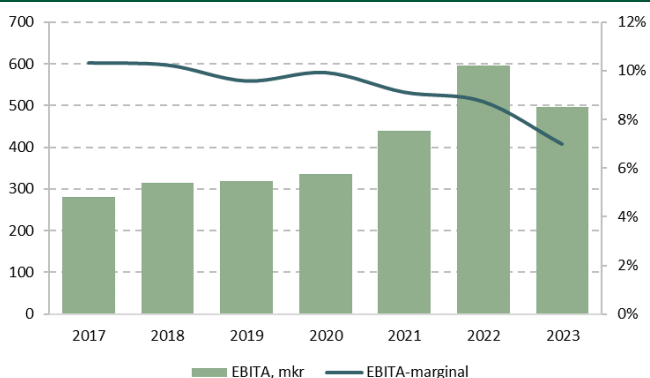
Under samma tidsperiod har marginalen gradvis minskat. Eftersom denna utveckling har pågått sedan 2018 är marginalkontraktionen inte enbart en effekt av de större förvärv som genomförts de senaste åren. Eftersom vi inte följer bolaget nära kan vi inte uttala oss om orsaken till detta, utan konstaterar bara att det är den observerade trenden.

Förvärv stärkte gruppens tillväxt 2021 och 2022



Källa: Knowit, Penser by Carnegie

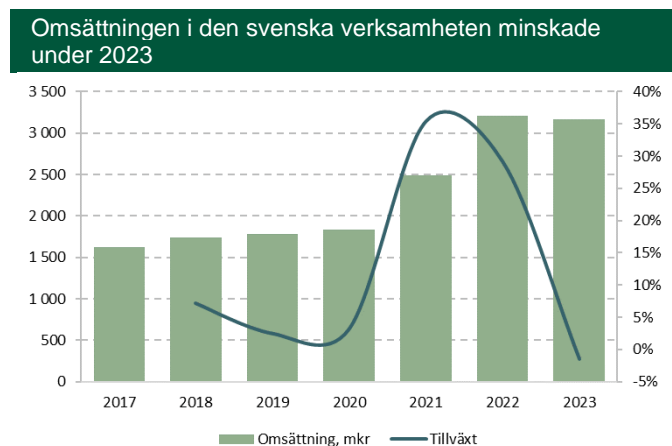
Marginalen har successivt minskat samtidigt som intäkterna stigit



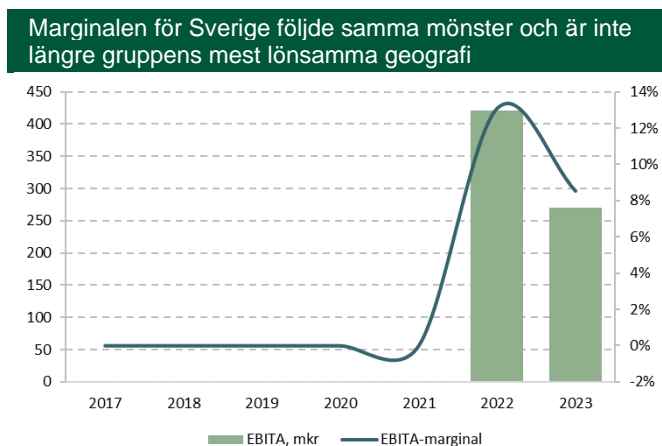
Källa: Knowit, Penser by Carnegie

Utvecklingen i den svenska verksamheten återspeglar i stort sett gruppen som helhet, vilket är rimligt med tanke på att Sverige utgör en så betydande del av gruppens omsättning (45%). Dock drabbades Knowits svenska verksamhet hårdare av marknadens avmattning 2023 och visade negativ tillväxt.

Vi har funnit EBITA per geografi för de senaste två åren. Under 2022 hade Sverige den högsta EBITA-marginalen i gruppen, för att året därpå tappa 4,6 procentenheter. Utvecklingen tyder på en försämrad beläggning inom geografien, vilket har en betydande påverkan på marginalen.

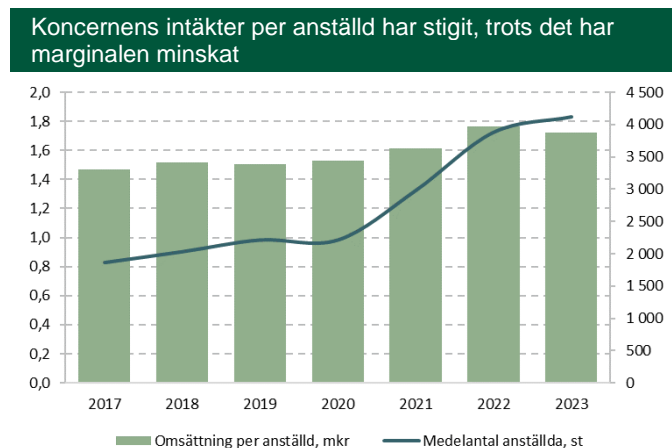


Källa: Knowit, Penser by Carnegie

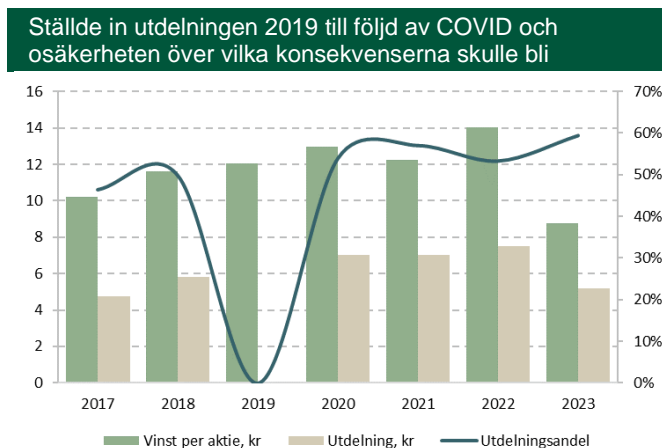


Källa: Knowit, Penser by Carnegie

Eftersom intäkterna per anställd minskade med cirka 2% under 2023 och vinsten minskade betydligt mer, drar vi slutsatsen att kostnadsstrukturen inte har anpassats efter de nya lägre intäkterna. Knowit har under de senaste åren upprätthållit en utdelningsgrad på mellan 50-60%, vilket är normalt inom sektorn.



Källa: Knowit, Penser by Carnegie



Källa: Knowit, Penser by Carnegie

Sedan 2017 har intäkterna stigit med 160%, vilket motsvarar en CAGR på 17,2%. Intäktsökningen har drivits av både nyanställning och ökade intäkter per anställd. Att intäkterna per anställd ökar kan bero på flera saker. De vanligaste anledningarna är prisökning och förbättrad beläggningsgrad. Mellan 2017-2023 har de totala intäkterna ökat med 4 364 mkr. Intäktsökningen är till ca 76% drivet av nyanställningar och till ca 24% drivet av ökade intäkter per anställd. I dessa siffror tar vi inte hänsyn till eventuella mjukvaru- eller underkonsultintäkter.

Ca 76% av periodens intäktsökning har drivits av ökat antal anställda

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsättning, mkr	2 734	3 083	3 335	3 379	4 812	6 834	7 097
Medelantal anställda, st	1 864	2 032	2 213	2 214	2 980	3 877	4 115
Intäkt per anställd, mkr	1,47	1,52	1,51	1,53	1,61	1,76	1,72

Intäktsökning drivet av fler medarbetare

Antal nya medarbetare, st	2 251
Intäkt endast drivet av ökat antal medarbetare, mkr	3 301

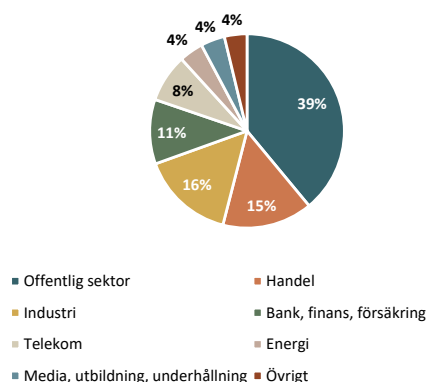
Intäktsökning drivet av ökade intäkter per anställd

Total intäktsökning, mkr	4 364
Intäkter drivet av ökade intäkter per anställd, mkr	1 063

Källa: Knowit, Penser by Carnegie

En av orsakerna till att Knowits svenska verksamhet mötte motstånd under 2023 var att efterfrågan inom offentlig sektor vek. I Sverige har vissa delar av den offentliga sektorn, såsom sjukvården, blivit mer restriktiva när det gäller användningen av konsulttjänster, vilket påverkade Knowits verksamhet. För att anpassa sig till denna förändring har Knowit minskat antalet anställda.

Offentlig sektor är Knowits viktigaste segment



Källa: Knowit, Penser by Carnegie

Softronic

Softronic är en IT-konsult som erbjuder en bred palett av tjänster och lösningar inom informationsteknologi och digitalisering. Deras huvudsakliga inriktning är att stödja kunderna i att effektivisera och utveckla sina verksamheter genom digital transformation. De primära affärsområdena omfattar digital transformation och innovation, systemutveckling och integration, IT-drift och support, samt affärssystem och ERP, samt några mindre områden.

- Inom **digital transformation och innovation** hjälper Softronic organisationer att genomföra digitala transformationsprojekt från start till mål. Detta kan inkludera att automatisera manuella arbetsflöden med hjälp av modern teknik för ökad effektivitet.
- **Systemutveckling och integration** involverar skräddarsydd utveckling av IT-infrastruktur och applikationer, samt integration av befintliga system för att säkerställa sömlösa arbetsflöden. Tjänsterna sträcker sig från kravanalys och design till utveckling och implementering.
- Inom **IT-drift och support** assisterar Softronic sina kunder med allt från underhåll av IT-infrastruktur och applikationer till att hantera hela IT-systemet, inklusive servrar, nätverk, molntjänster och säkerhetsaspekter.

- När det gäller **affärssystem och ERP**, implementerar och anpassar Softronic lösningarna efter kundernas verksamhet för att optimera och öka effektiviteten. De samarbetar med flera av de ledande systemleverantörerna inom detta område.

Historisk utveckling

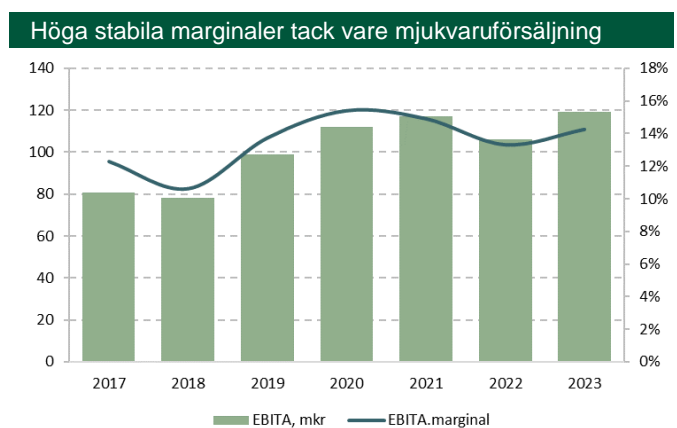
Den övervägande majoriteten av Softronics intäkter kommer från Sverige – en så betydande del att man inte särskiljer inkomster från andra länder. Bolaget anger inte heller vilka sektorer deras kunder tillhör, men de specificerar vilka segment inom deras affärsverksamhet intäkterna kommer från. Cirka 35% av intäkterna klassificeras som konsultintäkter, medan hela 44% kommer från försäljning av avtal. Försäljningen av avtal domineras av en produkt som Softronic har utvecklat och som i huvudsak säljs till bank- och finanssektorn, med följd att de har stor exponering mot Bank & Finans.

Softronic har uppvisat en relativt jämn och stabil tillväxt, något över genomsnittet för marknaden de senaste åren. Tack vare en ökad andel produktförsäljning är deras intäkter mindre beroende av IT-konsultmarknadens förutsättningar. Detta har bidragit till att deras omsättningstillväxt inte har påverkats nämnvärt av vare sig av COVID-19 eller en svagare konsultmarknad under 2023.

Mjukvaruförsäljningen är också en faktor som bidrar till att Softronic har högre marginaler jämfört med andra aktörer. Den egenutvecklade mjukvaran genererar stabila intäkter men kräver kontinuerligt underhåll och vidareutveckling. Trots att utvecklarna inte genererar direkta intäkter är det avgörande att kunna skala mjukvaruförsäljningen och ytterligare förbättra marginalerna. Även om verksamheten är stabil och effektiv, begränsas dess skalbarhet av sektorexponeringen, vilket kan vara en förklaring till att marginalerna inte är högre.



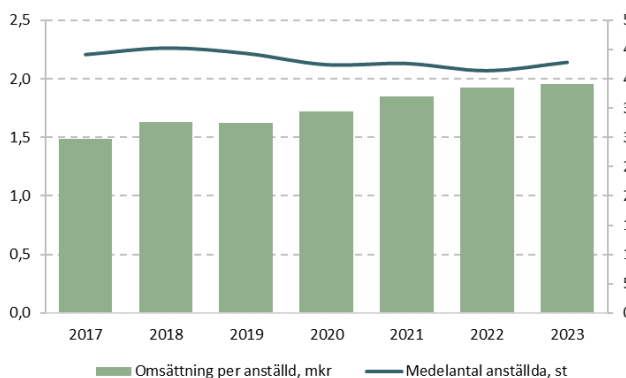
Källa: Softronic, Penser by Carnegie



Källa: Softronic, Penser by Carnegie

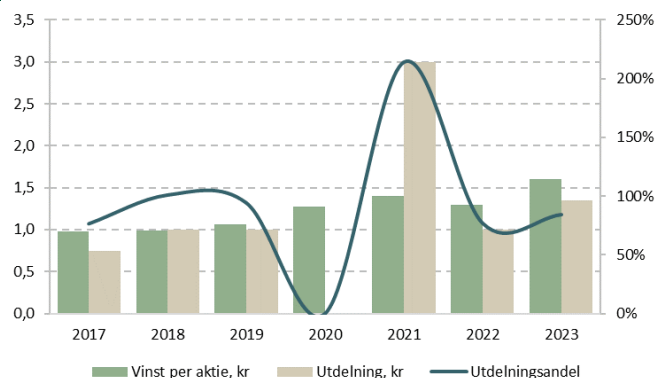
Omsättningen per anställd återspeglar gruppens intäkter, men har vuxit något snabbare. Det beror på mjukvaruintäkter och att antalet anställda har minskat sedan 2017. Detta visar på en ökad intern effektivitet, vilket även återspeglas i utdelningen. Softronic delar ut en betydande del av vinsten, mer än de flesta andra bolag. Liksom många andra företag ställde de in utdelningen för 2020 på grund av den pågående pandemin och kompenserade detta med en extrautdelning året efter. Normalt sett delar bolaget ut cirka 80% av vinsten per aktie.

Softronic har minskat antalet medarbetare samtidigt som de vuxit intäkterna



Källa: Softronic, Penser by Carnegie

Delar normalt ut ca 80% av vinsten per aktie



Källa: Softronic, Penser by Carnegie

Sedan 2017 har omsättningen ökat med 27%, motsvarande en CAGR om 4%, samtidigt som antalet anställda har minskat med 3%, motsvarande 13 medarbetare. Det innebär att tillväxten endast drivits av effektivisering, genom prisökningar, högre beläggning och i Softronic's fall ökade intäkter från mjukvaruförsäljning.

Tillväxten har till 111% drivits av att Softronic blivit effektivare

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsättning, mkr	657	737	720	729	787	797	838
Medelantal anställda, st	441	452	443	424	426	414	428
Intäkt per anställd, mkr	1,49	1,63	1,63	1,72	1,85	1,93	1,96

Intäktsökning drivet av fler medarbetare

Antal nya medarbetare, st	-13
Intäkt endast drivet av ökat antal medarb	-19

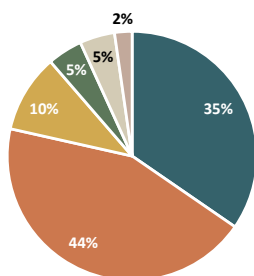
Intäktsökning drivet av ökade intäkter per anställd

Total intäktsökning, mkr	181
Intäkter drivet av ökade intäkter per anst	200

Källa: Softronic, Penser by Carnegie

Softronic redovisar inte vilka sektorer de är exponerade mot. Däremot redovisar de fördelningen av intäkter mellan affärsområdena. Konsultaffären stod för 35% av intäkterna 2023, medan produktförsäljningen stod för hela 44%.

Produktförsäljning är det största intäktsevenet för Softronic



- Konsulttjänster
- Försäljning avtal
- Vidarefakturerade tjänster
- Vidarefakturerade övrigt
- Licenser
- Hårdvara

Källa: Softronic, Penser by Carnegie

B3

B3 säljer konsulttjänster inom IT och management på den svenska marknaden, och har även två mindre verksamheter i Polen. Företaget bistår sina kunder med att förbättra och effektivisera sina affärsprocesser genom tekniska och strategiska lösningar. Affärsområdena inkluderar digital transformation, IT-konsulttjänster, management consulting, molntjänster samt data- och analyslösningar.

- Inom området **digital transformation** assisterar B3 organisationer med att anpassa sig till den digitala eran genom att utveckla och implementera nya strategier och lösningar.
- **IT-konsulttjänster** erbjuder bred expertis inom olika IT-lösningar, från systemutveckling och IT-arkitektur till projektledning. Deras arbete fokuserar på att driva utvecklingsprocesser som innebär anpassningar och implementering av nya IT-system som stödjer affärsutvecklingen.
- **Management consulting**-teamet stöttar kunder med affärsutveckling, processförbättring och organisationsförändring. De agerar som rådgivare för kundens ledning och bistår i beslutsfattandet för att öka företagets effektivitet och konkurrenskraft.
- Inom **molntjänster** hjälper B3 till att flytta kundens data till molnet, bygga upp en molninfrastruktur och säkerställa molnsäkerheten.

Historisk utveckling

Försäljningen har följt samma mönster som de flesta andra konsultbolagen de senaste åren. B3 har under perioden genomfört flera mindre förvärv. I vissa fall har man börjat med en minoritetsandel för att senare förvärva alla aktier. Bolaget har en uttalad strategi att använda en del av sitt kassaflöde för att förvärva ett par startups varje år.

Året 2023 var en utmanande period även för B3. Trots att antalet anställda fortsatte att öka minskade försäljningen, vilket hade en betydande negativ inverkan på marginalen som sjönk markant.

2022 uppvisade B3 en imponerande marginalförbättring och nådde en för sektorn hög lönsamhet. Dock återgick marginalen under 2023 till mer normala nivåer för både B3 och för sektorn i stort.

Vi följer inte bolaget noggrant, men vi noterar att dess utveckling försämrades under det första kvartalet 2024 med en negativ tillväxt om 13,3% jämfört med föregående år och en marginalkontraktion till 2,8% (från 12,6). Bolagets kassa var vid kvartalets slut nere på 5,1 miljoner kronor, och de har under Q2'24 emitterat en obligation för att stärka kassan. Pengarna från obligationen kommer att användas för att refinansiera befintliga skulder, finansiera planerade förvärv samt för allmänna företagsändamål.



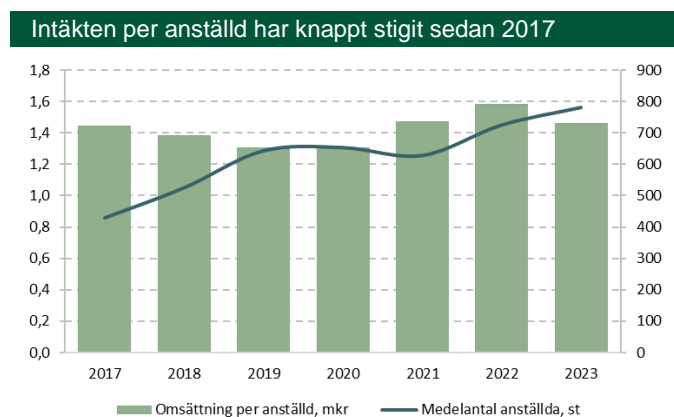
Källa: B3, Penser by Carnegie



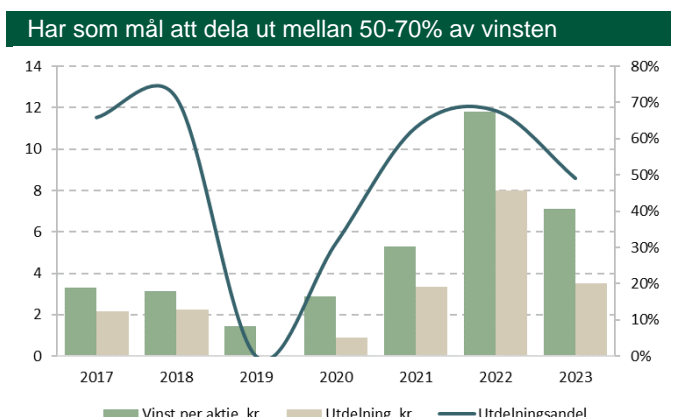
Källa: B3, Penser by Carnegie

Marginalen och omsättningen per anställd har följt varandra relativt väl. Under 2023 minskade omsättningen samtidigt som antalet anställda fortsatte att öka. Vi tolkar detta som att bolaget inte var förberedda på en vikande efterfrågan och att de inte hunnit anpassa sig. Tolkningen bekräftas av att antalet medarbetare minskade i Q1'24.

Till skillnad från många andra företag genomför B3 både utdelningar och återköp av aktier. Eftersom återköpen är relativt små i förhållande till utdelningen, visar den nedanstående grafen endast utdelningen. Trots en kassa på endast 5,1 miljoner kronor beslutade bolagsstämman att genomföra en utdelning på 3,5 kronor per aktie i november 2024, baserat på vinsten för 2023. Dessutom återköpte man aktier för 6,6 miljoner kronor under Q1'24.



Källa: B3, Penser by Carnegie



Källa: B3, Penser by Carnegie

Sedan 2017 har B3 ökat sin omsättning med 84%, motsvarande en CAGR om knappt 11%. Under samma period har intäkterna per anställd varit relativt konstanta. Det indikerar att större delen av tillväxten har drivits av att de har anställt fler konsulter, med mycket liten effektivitetsförbättring. Enligt våra beräkningar stod medarbetarökningen för 98% av tillväxten och effektivitetsförbättring för 2%. Med tanke på att vi har haft inflation under denna period borde vi ha sett en prisökning som resulterar i högre intäkter per anställd. Om bolaget inte har kunnat höja priserna indikerar det att deras erbjudande inte är tillräckligt starkt. Om de däremot har lyckats höja priserna, har beläggningen försämrats. Därför är vi inte särskilt imponerade av B3s utveckling.

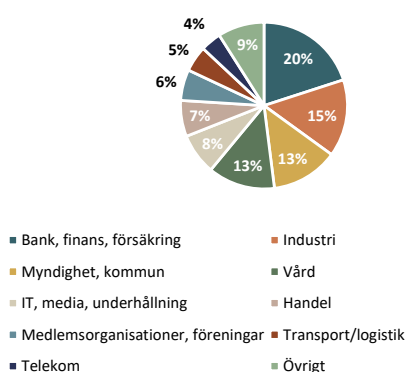
Ökat antal konsulter är det som drivit tillväxten, nästan ingen effektivitetsförbättring

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsättning, mkr	620	726	840	851	922	1 148	1 141
Medelantal anställda, st	428	524	642	652	627	724	780
Intäkt per anställd, mkr	1,45	1,39	1,31	1,31	1,47	1,59	1,46
Intäktsökning drivet av fler medarbetare							
Antal nya medarbetare, st		352					
Intäkt endast drivet av ökat antal medarbetare, mkr		510					
Intäktsökning drivet av ökade intäkter per anställd							
Total intäktsökning, mkr		521					
Intäkter drivet av ökade intäkter per anställd, mkr		11					

Källa: B3, Penser by Carnegie

B3 har en relativt väldiversifierad kundbas när det gäller både sektorer och kunder. Ingen kund står för mer än 6% av omsättningen, och de tio största kunderna representerar ungefär 30%. En skillnad i sektorexponering är att B3 generellt har en något högre andel inom industrin och en lägre andel inom myndigheter och kommuner jämfört med de flesta andra aktörer inom samma sektor. Fördelningen torde varit positiv i det marknadsklimat som rått, men så verkar inte vara fallet.

Högre exponering mot industri än övriga



Källa: B3, Penser by Carnegie

Precio Fishbone

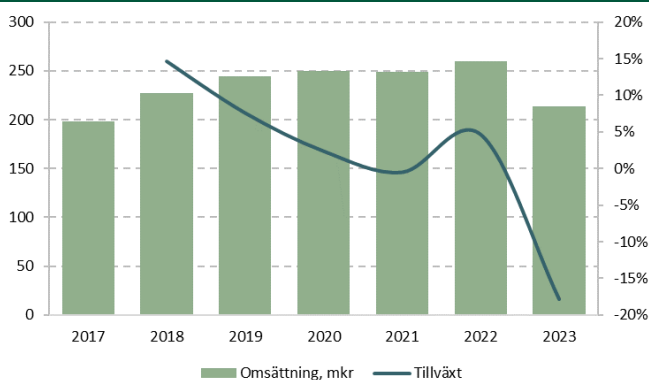
Företaget erbjuder ett brett spektrum av tjänster och lösningar inom digital transformation, systemutveckling och verksamhetsutveckling. Några av dess affärsområden inkluderar:

- **Digital transformation & affärsutveckling** där man hjälper kunderna att genomföra digitala transformationsprojekt och utveckla sina affärsstrategier för att möta dagens digitala krav. Genom rådgivning och digitala lösningar strävar man efter att förbättra affärsprocesser och öka effektiviteten.
- **Systemutveckling & integration** fokuserar på att utveckla skräddarsydda IT-system och applikationer som motsvarar specifika kundbehov. De erbjuder också tjänster för systemintegration för att säkerställa sömlös samverkan mellan olika IT-system.
- **Microsoft Solutions** är ett affärsområde som bygger på Precio Fishbones särskilda kompetens som Microsoft Gold Partner och är specialiserat på Microsofts produktportfölj, såsom Office 365, SharePoint, Dynamics 365 och Azure. Området erbjuder implementering, anpassning och support för dessa plattformar.
- **Enterprise Content Management (ECM)** tillhandahåller lösningar för hantering av företagsinformation och dokument. Genom att hjälpa organisationer att effektivisera sin informationshantering och förbättra samarbetet med ECM-system, strävar de efter att optimera affärsprocesserna.

Under 2023 var en betydelsefull händelse för Precio Fishbone att man under slutet av året sålde sin mjukvaruverksamhet till Monterro. Denna försäljning, tillsammans med de utmaningar som präglade 2023, har negativt påverkat företagets omsättning. Med en högre exponering mot offentlig sektor än många av sina konkurrenter kan detta vara en av anledningarna till att de tappade mer än genomsnittet under 2023. Företagets finansiella mål är att uppnå en årlig tillväxt på 10%.

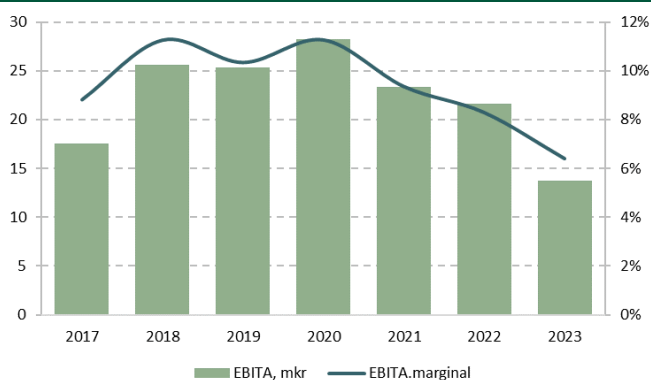
Marginaleffekten har varit nedåtgående sedan 2020. Med intäkter per anställd som varit relativt konstanta under denna period, tolkar vi detta som att företagets kostnader har ökat mer än vad de har kunnat justera priserna ut mot sina kunder. Detta har resulterat i att marginalen har gått från att vara över genomsnittet till att nu vara bland de sämre i sektorn.

Negativ tillväxt till följd av vikande efterfrågan och avyttring av en verksamhet



Källa: Precio Fishbone, Penser by Carnegie

Tydlig marginalkontraktion sedan 2020

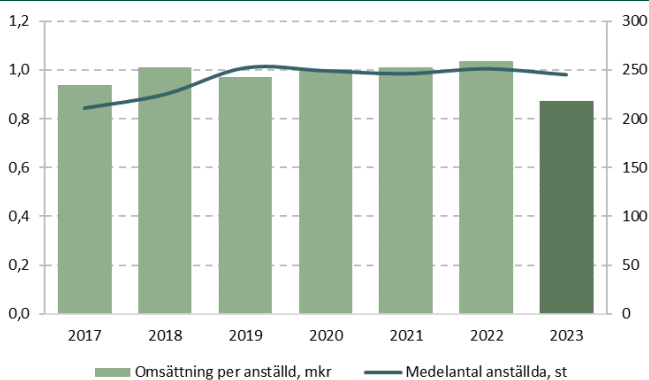


Källa: Precio Fishbone, Penser by Carnegie

Antalet anställda har i stort sett följt omsättningen, vilket har resulterat i att intäkten per anställd stigit med 5% mellan 2022 och 2017. Samtidigt har vi under samma period sett en ökning av kostnaderna till följd av inflationen. När intäkterna per anställd inte ökar i takt med kostnaderna, påverkas marginalerna negativt. Utan att ha följt bolaget närmare är vår uppfattning att detta är vad som har inträffat.

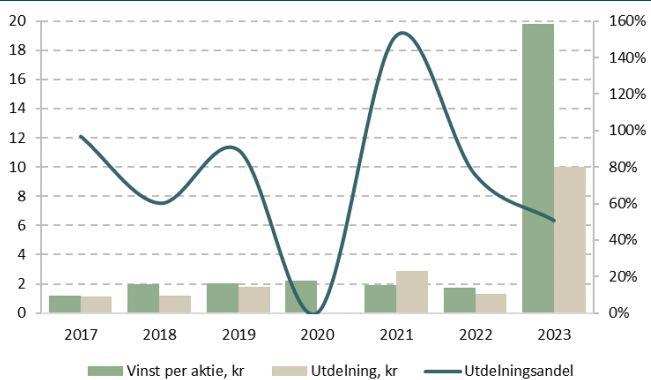
Den mest betydande händelsen under 2023 var försäljningen av bolagets mjukvaruverksamhet till Monterro. Denna försäljning resulterade i en markant förbättring av resultatet och kassaflödet för året. Mot bakgrund av denna försäljning har styrelsen beslutat att genomföra en extrautdelning på 8,7 kr per aktie, utöver den ordinarie utdelningen på 1,3 kr per aktie. Justerar vi för exceptionella händelser har bolaget historiskt delat ut cirka 80% av den årliga vinsten.

Antalet anställda har följt omsättningen relativt väl



Källa: Precio Fishbone, Penser by Carnegie

Delar normalt ut ca 80% av årets vinst



Källa: Precio Fishbone, Penser by Carnegie

I och med försäljningen av en verksamhet under 2023 har vi genomfört samma beräkningar som tidigare, fast för perioden mellan 2017 och 2022 istället för 2023. Under denna tidsram har omsättningen ökat med 31%, motsvarande en CAGR på knappt 6%. Ungefär 61% av tillväxten kan härledas till en ökning av antalet medarbetare, medan cirka 39% kan tillskrivas olika former av effektiviseringar.

Omsättningen har drivits av både effektivisering och fler konsulter

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsättning, mkr	198	227	244	250	249	260	213
Medelantal anställda, st	211	225	252	249	246	251	245
Intäkt per anställd, mkr	0,94	1,01	0,97	1,00	1,01	1,04	0,87

Intäktsökning drivet av fler medarbetare

Antal nya medarbetare, st	40
Intäkt endast drivet av ökat antal medarbetare, mkr	38

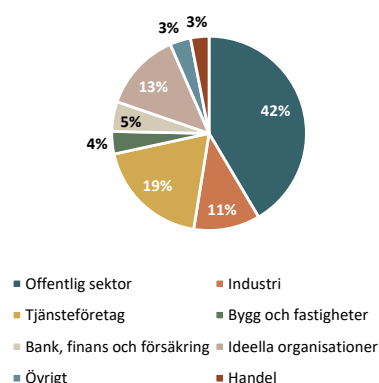
Intäktsökning drivet av ökade intäkter per anställd

Total intäktsökning, mkr	62
Intäkter drivet av ökade intäkter per anställd, mkr	24

Källa: Precio Fishbone, Penser by Carnegie

Precio Fishbone har en hög exponering mot offentlig sektor och en av de lägsta exponeringarna mot bank- och finanssektorn bland de företag vi har undersökt. Enligt vår uppfattning var bank- och finanssektorn relativt stark under 2023, medan offentlig sektor hade det tuffare.

Låg exponering mot Bank & Finans



Källa: Precio Fishbone, Penser by Carnegie

Sammanfattning av de olika företagens utveckling

De snabbast växande bolagen under perioden 2017-2023 är Knowit och CAG. Det beror delvis på att de genomfört ett flertal större förvärv. Under 2023 uppvisade CAG den högsta EBITA-marginalen och var, tillsammans med B3, det enda bolaget som förbättrade sin marginal. B3 uppvisade dock en kraftig marginalkontraktion under inledningen av 2024. Sett över åren har CAG haft den jämnaste marginalutvecklingen, även om den inte har nått upp till samma höga nivåer som de andra bolagen.

Som tidigare nämnts är intäkter per anställd ett komplext mått då det påverkas av faktorer som försäljning av mjukvara och användning av underkonsulter. Softronic och CAG, som toppar listan över intäkter per anställd, är exempel på detta. Softronic säljer mer mjukvara än övriga bolag, medan CAG utnyttjar fler underkonsulter. Av den anledningen har vi analyserat vad som har drivit tillväxten – fler anställda eller ökad effektivitet. Med detta mått ser vi att Softronic och Precio Fishbone är de bolag som uppvisat minst tillväxt drivet av fler konsulter och snarare har drivits av effektivitetsförbättringar, med ökad mjukvaruförsäljning som en del av detta. Dessa två bolag har också den högsta utdelningsandelen, delvis på grund av att vissa andra bolag är mer inriktade på förvärv.

Under 2023 var det CAG som uppvisade högst tillväxt, med en kombination av förvärv och högre exponering mot växande och stabila segment såsom försvarssektorn och bank- och finanssektorn. Vi förväntar oss att denna positiva trend kommer att fortsätta under kommande år.

Sammanfattningsvis är CAG det bolag som genomsnittligt har presterat bäst. De har haft bland den högsta tillväxten, stabilast marginal och visat på god effektivitetsförbättring, vilket även återspeglas i marginalen. De övriga bolagen hade det tuffare under 2023 och inledningen av 2024. Vår uppfattning är att CAG är stabilare, men att investerare inte ska förvänta sig extrem tillväxt eller lika kraftig marginalexpansion som de andra bolagen historiskt har uppvisat.

Sammanställning av de fem bolagens utveckling

	Knowit	Softronic	B3	Precio Fishbone	CAG
Omsättning, mkr	7 097	838	1 141	213	894
CAGR 2017-2023	17%	4%	11%	6%	15%
Tillväxt 2022-2023	4%	5%	-1%	-18%	12%
EBITA-marginal	7%	7%	8%	6%	9%
EBITA-marginal snitt 2017-2023	9%	9%	7%	9%	8%
Medelantal anställda, st	4 115	428	780	245	371
Omsättning per anställd, mkr	1,72	1,96	1,46	0,87	2,41
Snitt oms. per anställd 2017-2023, mkr	1,59	1,74	1,42	0,98	2,07
Andel av tillväxt drivet av fler anställda	76%	-11%	98%	61%	64%
Andel av tillväxt drivet av ökad effektivitet	24%	111%	2%	39%	36%
Utdelning, kr	5,2	1,35	3,50	1,3+8,7	3,9
Normaliserad utdelningsandel	53%	92%	50%	75%	61%
Segment, 1	Offentlig sektor (39%)	- Bank, finans, försäkring (20%)		Offentlig sektor (42%)	Försvar (24%)
Segment, 2	Handel (15%)	-	Industri (15%)	Industri (11%)	Bank, finans, försäkring (21%)
Segment, 3	Industri (16%)	-	Myndighet, kommun (13%)	Tjänsteföretag (19%)	Offentlig sektor (21%)

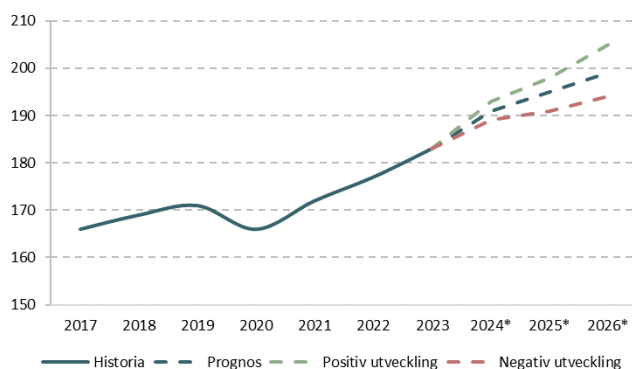
Källa: B3, CAG, Knowit, Precio Fishbone, Softronic, Penser by Carnegie
Siffror baserat på 2023 om inte annat anges

Marknadsutveckling

Prognoser för svenska företags IT-budgetar

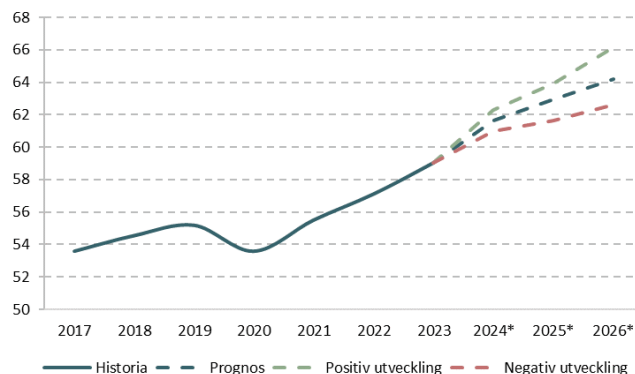
Under 2024 förväntas svenska företags IT-budget uppgå till cirka 190 mdkr, vilket innebär en tillväxt på cirka 4%. Framtida år förväntas IT-budgetarna öka med ungefär 2-4% årligen. Den totala budgeten inkluderar även inköp av hård- och mjukvara, vilket gör att den inte är helt relevant för CAG, men den ger en indikation om hur marknaden förväntas utvecklas. Enligt SCB utgör IT-konsulttjänster cirka 30-35% av de totala IT-utgifterna. Alltså förväntas CAGs marknad omsätta ungefär 62 mdkr år 2024.

Svenska organisationers totala IT-budget, mdkr



Källa: Radar, SCB, Penser by Carnegie

IT-konsultmarknaden har historiskt utgjort ca 32% av företags IT-kostnader, mdkr



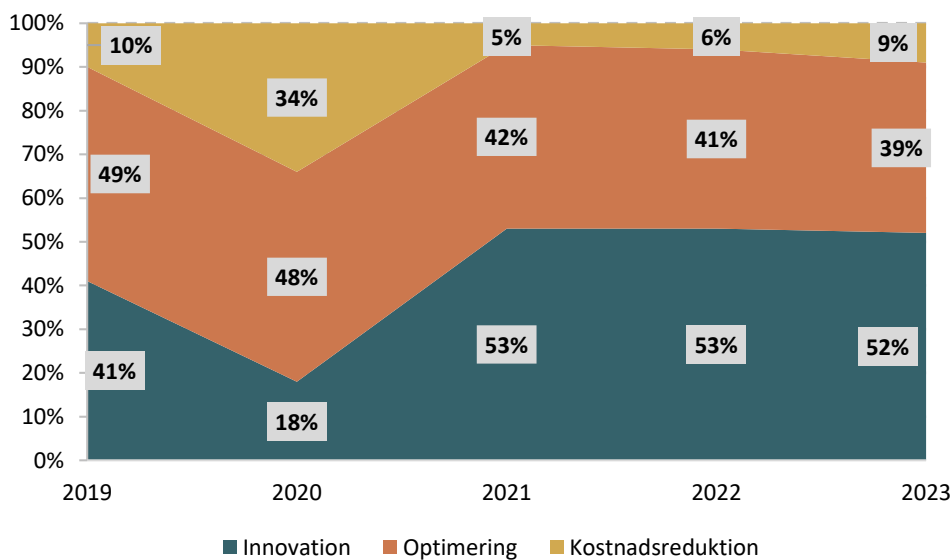
Källa: Radar, SCB, Penser by Carnegie

Dynamiken inom IT-branschen: trender och efterfrågan

Normalt sett säger man att konsultbranschen växer ungefär i linje med eller strax över BNP. Det innebär att marknaden förväntas växa med cirka 2-4% per år. Vanligtvis följer marknaden ekonomin både i upp- och nedgång. I perioder med lägre ekonomisk tillväxt ökar alla företags fokus på kostnadsreducering för att bibehålla sina marginaler. En fördel för IT-konsulter är att den digitala utvecklingen fortsätter att accelerera och att det fortsätter att råda brist på IT-kompetens. Detta innebär att efterfrågan på IT-konsulters expertis förblir relativt hög även i ekonomiskt utmanande tider.

Förenklat kan man dela upp IT-konsulters funktioner i tre delar: innovation, optimering och kostnadsreduktion. Efterfrågan på dessa funktioner varierar med ekonomin. I goda tider ökar intresset för optimering, det vill säga finjustering av befintliga tillgångar, medan intresset för lösningar som minskar kostnader ökar under ekonomiskt utmanande tider. Optimering påverkas negativt av att outsourcing- och molntjänster för organisationers IT-miljöer blir allt vanligare. I sådana fall hanteras optimeringen av tredje part som tar hand om IT-driften. I den dynamiska IT-miljö som råder är innovation relativt intressant oavsett ekonomiska förhållanden.

Efterfrågan på lösningar för kostnadsreduktion ökade under 2023



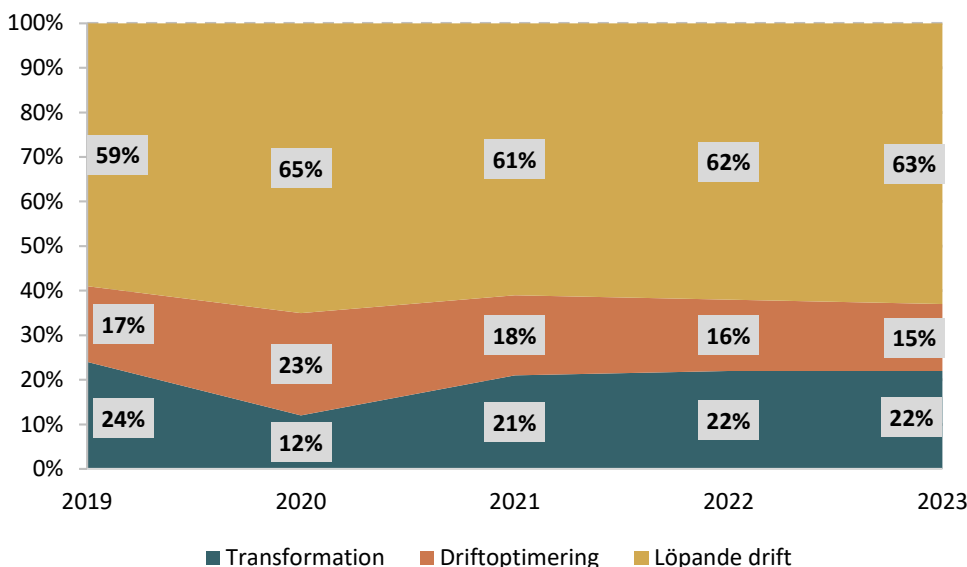
Källa: Radar, Penser by Carnegie

Organisationers strategiska fördelning av IT-budgeten

På organisationsnivå kan IT-budgeten grovt delas in i tre huvudkategorier: transformation, driftoptimering och löpande drift. En betydande observation är att kostnaderna för löpande drift, särskilt när IT-driften outsourcas, tenderar att öka medan driftoptimeringen minskar. Utvecklingen leder till att löpande drift tenderar att öka som andel av IT-budgeten och driftoptimering att minska. För CAG som grupp är utvecklingen relativt neutral i och med att man levererar tjänster för båda behoven; det gruppen förlorar inom ena affärsområdet tjänar man in i det andra.

Transformationsbudgetens utgifter har varit relativt stabila sedan pandemin. Inom området för transformation fortsätter digitalisering och automatisering att driva utvecklingen samtidigt som äldre system byts ut. Under pandemin insåg organisationer behovet av att accelerera digitaliseringen, vilket resulterade i en ökad prioritering av detta område. Initiativen drivs vanligtvis av behovet att förbättra både intern och extern effektivitet.

Effektivisering, optimering och cybersäkerhet driver utvecklingen av löpande drift



Källa: Radar, Penser by Carnegie

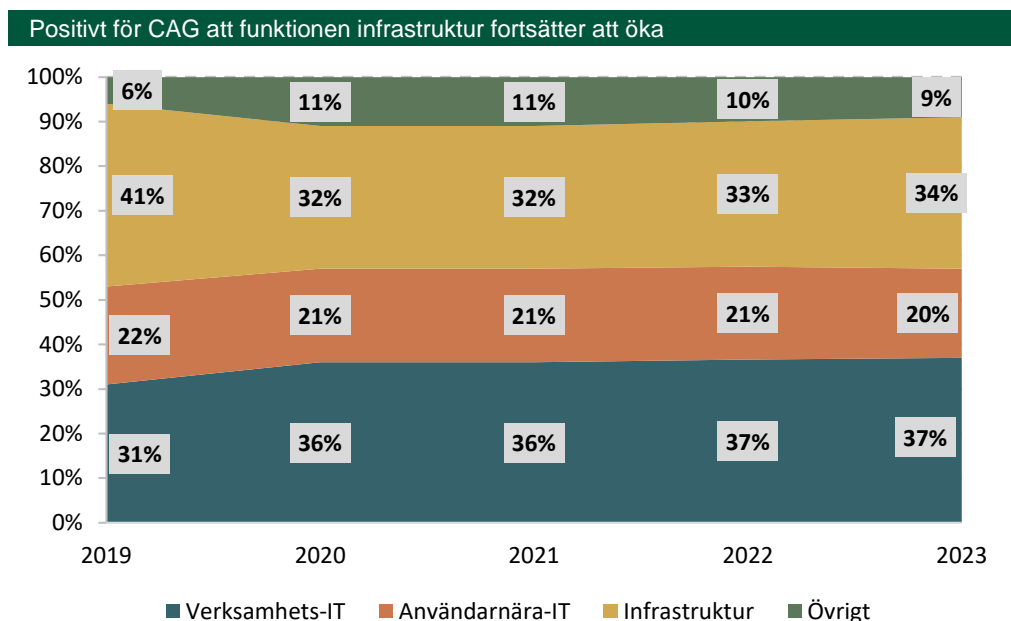
Funktionell fördelning av IT-budgetar

Organisationernas IT-budgetar kan även delas in i olika funktioner. Verksamhets-IT och tillämpningar, såsom applikationer och SaaS-produkter, är exempel på detta. Tillväxten inom denna kategori har stagnerat, troligtvis på grund av att en allt större del av "standard-IT" nu betraktas som en del av infrastrukturen och därför inkluderas i verksamhetens övergripande budget istället för i IT-budgeten.

Infrastruktur, vilket omfattar servrar, lagring, teknisk drift med mera, har fortsatt att utgöra en betydande och stabil del av budgeten. Det finns två huvudsakliga förklaringar till detta. Dels kräver digitalisering, automation och IT-infrastruktur alltmer resurser för att drivas. Den andra förklaringen är att priserna för molntjänster och outsourcing har ökat.

Användarnära IT omfattar allt från hårdvara vid arbetsstationer till support och telefoni. Denna funktion har minskat som andel av den totala IT-budgeten. En delförklaring kan vara att avtalen inom detta område vanligtvis sträcker sig över flera år, vilket innebär att eventuella prishöjningar och ökningar i dollarkursen inte fått full effekt. En annan förklaring kan vara att organisationer har optimerat sina arbetsstationer så att de anställda endast har en bärbar dator istället för att tidigare ha haft en stationär dator på arbetsplatsen och en bärbar dator för distansarbete.

Kategorin "Övrigt" inkluderar kostnader för styrning, ledning, uppföljning, allmänna omkostnader med mera. Att denna funktion minskat som andel av budgeten är ett positivt tecken. Det visar att IT-organisationerna har fått bättre kostnadskontroll.



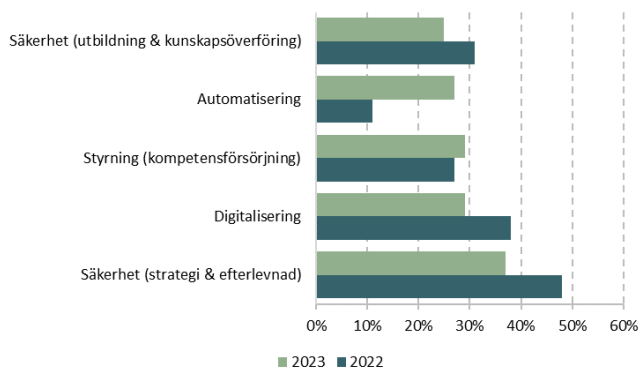
Källa: Radar, Penser by Carnegie

Organisationernas största utmaningar och mest prioriterade områden

Säkerhet och digitalisering anses vara de mest utmanande områdena för svenska företags IT-avdelningar. Det intressanta är att andelen organisationer som ser dessa områden som mest utmanande har minskat, vilket tyder på en mognad inom dessa områden. Beroende på IT-infrastrukturen kan detta förklaras av att organisationerna har tecknat outsourcingavtal eller använder molntjänster, vilket ger dem ökad trygghet. Automatisering var det område där flest organisationer såg ökade utmaningar. För konsultbolag som har expertis inom management consulting, projektledning och utveckling är detta positivt.

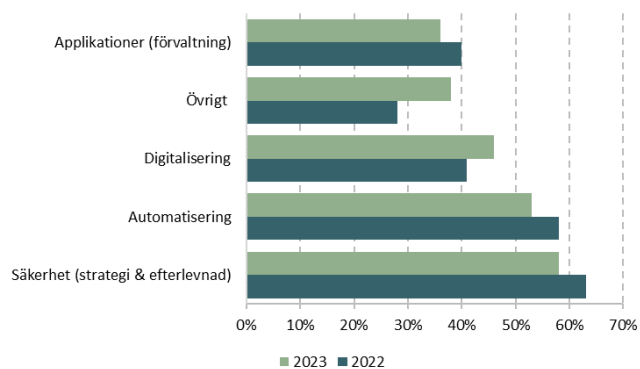
Strategi och efterlevnad, automatisering för ökad effektivitet och digitalisering som förändrar affärsmodellen är fortfarande de tre mest prioriterade områdena. För flera organisationer minskar säkerhet och automatisering i prioritet medan digitalisering ökar. För IT-konsultbolagen är en ökad prioritet för digitalisering positivt. Att säkerhet sjunker i prioritering är förmodligen också en effekt av högre mognad och ökad outsourcing.

IT-organisationers största utmaningar



Källa: Radar, Penser by Carnegie

Fler organisationer prioriterar digitalisering högre



Källa: Radar, Penser by Carnegie

Prognoser

Vi förväntar oss fler förvärv innan utgången av 2025

CAG drivs med tydligt fokus på att fortsätta sin organiska tillväxt med cirka 5% per år och att addera förvärv när tillfället är rätt. Vi bedömer att balansräkningen är stark och har utrymme för ytterligare förvärv. Vid utgången av Q1 2024 hade CAG en nettokassa på 16 mkr, inklusive leasingkostnader. Den totala kassan uppgick till 113 mkr, med räntebärande skulder på 59 mkr och leasingskulder på 37 mkr. Cirka 70% av leasingen består av hyreskontrakt och 30% av fordonsleasing. Vi bedömer att CAG kan genomföra förvärv upp emot 100 mkr utan behov av ytterligare kapital.

Bolaget har som finansiellt mål att uppnå en omsättning på 1 mdr och en justerad EBITA-marginal på 10% vid utgången av 2025. För att nå dessa mål krävs en tillväxt på knappt 6% per år under både 2024 och 2025. I rådande marknadssituation anser vi att det är utmanande att uppnå denna tillväxt organiskt. Därför förväntar vi oss att det kommer att ske ett nytt förvärv innan utgången av 2025. Om CAG hittar en lämplig förvärvskandidat förväntar vi oss att det sker redan 2024. I våra prognoser räknar vi inte med förvärv.

Segmentexponeringen gör att vi tror att man kommer att växa snabbare än marknaden

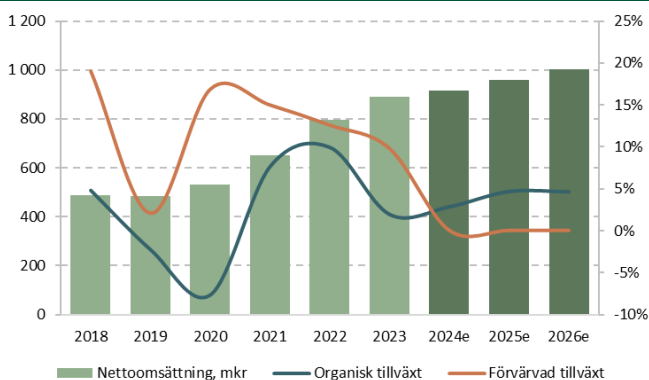
Vi räknar med en organisk tillväxt på knappt 3% under 2024, vilket är något lägre än de cirka 4% som marknaden förväntas växa. Anledningen är att vi anser att den förväntade marknadstillväxten är relativt hög, främst med bakgrund av att de fem bolag vi tittat på i denna rapport uppvisade negativ tillväxt i Q1'24, inklusive CAG. Den negativa tillväxten under inledningen av 2024 berodde delvis på en negativ påseffekt, delvis på att marknaden var svagare. Trots att marknaden uppvisat svaghet förväntar vi oss positiv tillväxt under 2024 tack vare CAG stora exponering mot växande och stabila segment som Försvar och Bank & Finans. Dessutom innehåller 2024 två fler arbetsdagar jämfört med 2023.

Inför 2025 och 2026 förutser vi en förbättring av marknaden och en fortsatt ökad efterfrågan från försvarssektorn, som drivs av ökade budgetar och ytterligare satsningar för att stärka Sveriges försvar. Under dessa år räknar vi med att CAG kommer att kunna växa med cirka 4,5% organiskt, vilket är något högre än vad marknaden förväntas växa. Anledningen är bolagets historiska effektivitetsförbättringar och gynnsamma sektorexponering.

Under 2024 förväntar vi oss en oförändrad marginal, och för kommande år räknar vi med att marginalen kommer att stärkas av effektivitetsförbättringar samt att overheadkostnader och intäkter från underkonsulter minskar som andel av omsättningen. För dotterbolaget Datastöd, som har den högsta marginalen i koncernen, är det positivt att efterfrågan på IT-drift fortsätter att öka. Fortsatt tillväxt för Datastöd är gynnsamt för att stärka hela koncernens marginal.

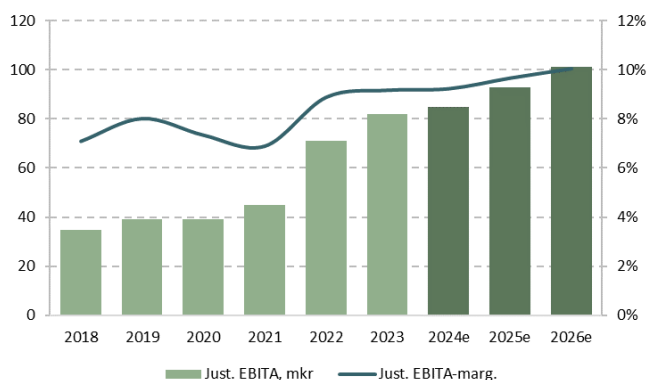
Trots att vi räknar med fortsatta effektivitetsförbättringar har vi svårt att se att CAG når hela vägen till sitt finansiella mål om en EBITA-marginal på 10% 2025. För att uppnå målet krävs en marginalexpansion på 0,5 procentenheter per år och en sådan ökning har vi bara sett under det exceptionellt starka 2022.

I våra prognoser räknar vi inte med förvärv, men vi förväntar oss att det kommer ske innan utgången av 2025



Källa: CAG, Penser by Carnegie

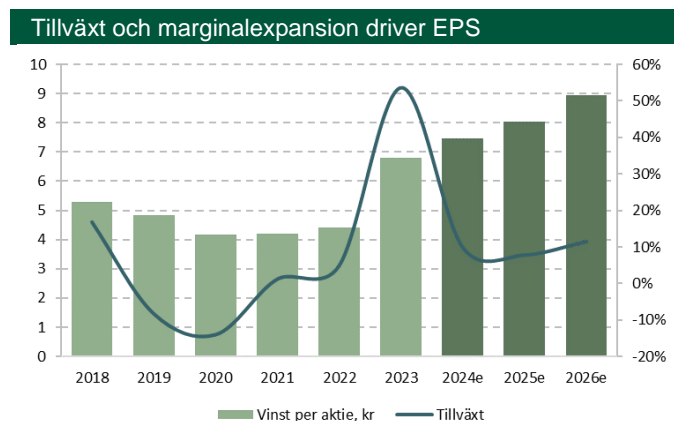
CAG har kontinuerligt uppvisat effektivitetsförbättringar som vi räknar med kommer att fortsätta



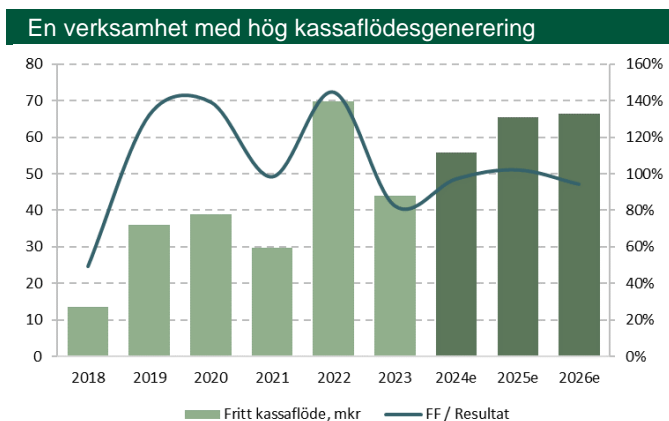
Källa: CAG, Penser by Carnegie

Med tanke på bolagets låga belåningsgrad och sjunkande räntor kommer tillväxt och marginalförbättringar att ha en gynnsam effekt på bolagets resultat. Under Q1 2024 slutade CAG att amortera på sina lån, vilket leder oss till slutsatsen att belåningen kommer att förbli konstant. Minskade finansiella kostnader kan därmed hänföras till den räntesänkning vi redan sett.

Konsultbranschen är inte känd för att ha de högsta marginalerna, men det positiva är att det är en kapitallätt verksamhet. Det gör att kassakonverteringen är hög och kassaflödet starkt. Historiskt har det fria kassaflödet varit högre än resultatet, vilket indikerar att verksamheten genererar fina kassaflöden. Det är en av anledningarna till att CAG har en imponerande historia av utdelningar och samtidigt haft möjlighet att genomföra förvärv. Finansieringen av förvärven har varierat, men generellt har det omfattat både kassa, skulder och emissioner.



Källa: CAG, Penser by Carnegie



Källa: CAG, Penser by Carnegie

Värdering

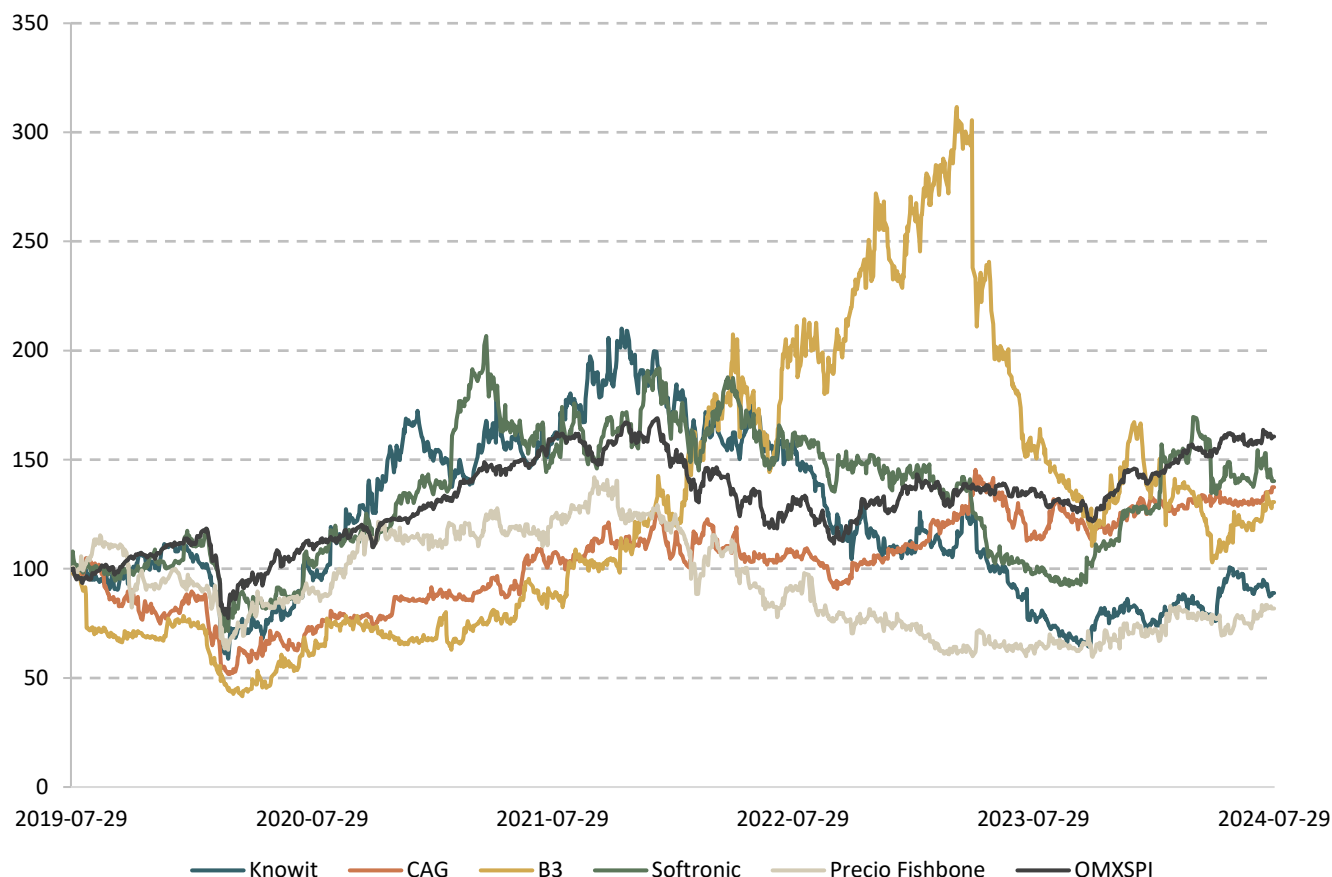
Följande avsnitt inleds med en jämförelse av de fem konsultbolag som vi tidigare gått igenom och avslutas med en diskussion om vår värdering av CAG.

IT-konsulternas prisutveckling och värdering

I nedanstående graf återges den indexerade prisutvecklingen under de senaste fem åren för de fem bolagen samt det breda prisindexet OMX Stockholm PI. Alla grafer visar endast prisutvecklingen, vilket innebär att den totala avkastningen, inklusive eventuella utdelningar, kan vara annorlunda.

Generellt hade konsultbolagen en utmanande kursutveckling under 2019 och efter utbrottet av COVID-19. Det var en svår period där varken bolagen själva eller marknaden visste hur man skulle hantera situationen. Andra halvan av 2020 och 2021 präglades marknaden av god tillgång till kapital och låga räntor. Flera företag, inklusive Knowit, B3 och CAG, utnyttjade detta och genomförde förvärv. Vad vi också kan notera är att de flesta IT-konsultbolagen följde med i börsuppgången och har sedan dess fallit mer eller mindre kraftigt.

Under 2021 och 2022 uppvisade B3 tydlig marginalförbättring och tillväxt vilket drev aktien



Källa: Factset, Penser by Carnegie

När börsen var som hetast under 2021 steg vinstmultiplarna till, för konsultbolag, extremt höga nivåer. Flera företag handlades till P/E-tal över 30x, vilket är väl tilltaget för branschen. Under 2020 normaliserades multiplarna till cirka 15x. För vissa bolag resulterade detta i betydande kursnedgångar, medan andra mer eller mindre växte in i sina värderingar. På senare tid har vinstmultiplarna för Knowit och B3 ökat betydligt. För Knowit har detta drivits av både kursuppgång och minskad vinst, medan det för B3 främst är en följd av minskad vinst. Å andra sidan har Precio Fishbones vinstmultiplar rört sig åt motsatt håll. De är nu på rekordlåga nivåer, vilket beror på försäljningen av en verksamhet som har lett till en onormalt hög vinst.

PE-ltm för CAG och Softronic har under de senaste fem åren haft hög korrelation



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Sett till den historiska fundamentala utvecklingen har det varit rimligt att CAG varit lägre värderat än övriga bolag. Generellt har de haft en lägre marginal och inte uppvisat samma kraftiga marginalexpansion. Nu, när marknaden har blivit sämre, visar CAG på mer stabilitet än de flesta andra och bibehåller sin marginal bättre.

Omsättningstillväxt y/y							EBITA-marginal						
Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	EBITA-marg.	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Knowit	13%	8%	1%	42%	42%	4%	Knowit	10,2%	9,6%	9,9%	9,1%	8,7%	7,0%
Softronic	12%	-2%	1%	8%	1%	5%	Softronic	10,6%	13,7%	15,4%	14,9%	13,3%	14,2%
B3	17%	16%	1%	8%	25%	-1%	B3	6,5%	3,7%	5,0%	7,7%	12,2%	7,7%
Precio Fishbone	15%	8%	2%	-1%	5%	-18%	Precio Fishbone	11,3%	10,4%	11,3%	9,4%	8,3%	6,4%
CAG	24%	0%	9%	23%	22%	12%	CAG	8,1%	8,1%	8,4%	8,0%	9,1%	9,2%
Medel	16%	6%	3%	16%	19%	0%	Medel	9,3%	9,1%	10,0%	9,8%	10,3%	8,9%
Median	15%	8%	1%	8%	22%	4%	Median	10,2%	9,6%	9,9%	9,1%	9,1%	7,7%

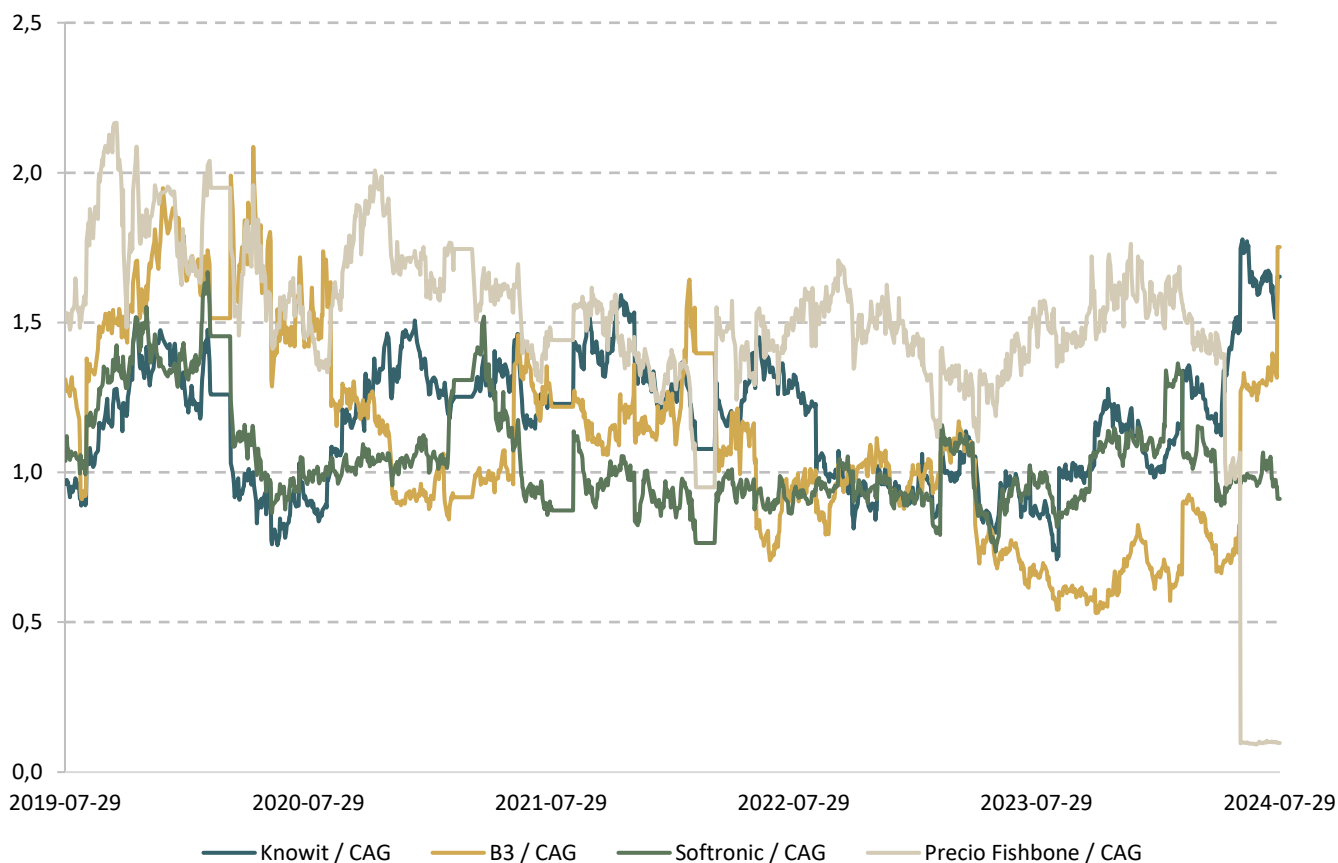
Källa: Factset, Penser by Carnegie

Källa: Factset, Penser by Carnegie

I nedanstående graf har vi dividerat PE-talen för jämförelsebolagen med CAGs PE-tal för att observera historisk relativ värdering. Vi kan notera att CAG historiskt varit lägre värderat än de andra bolagen. I takt med att marknaden försämrats har värderingsgapet minskat, vilket vi anser rimligt. Historiskt har Knowit värderats ungefär 1,2x högre än CAG, B3 ungefär 1,1x högre, Softronic ungefär likvärdigt och Precio Fishbone har varit värderat till 1,5x CAG.

Som tidigare nämnt har vi funnit detta vara rimligt under denna period, särskilt med tanke på att jämförelsebolagen vid tidigare tillfällen har uppvisat imponerande marginalexpansioner. I det nya marknadsläget har emellertid samma bolag visat en snabb marginalkontraktion, vilket gör att vi för närvarande inte anser att de förtjänar en premie jämfört med CAG.

Jämförelsebolagens historiska PE-tal jämfört med CAGs över tid

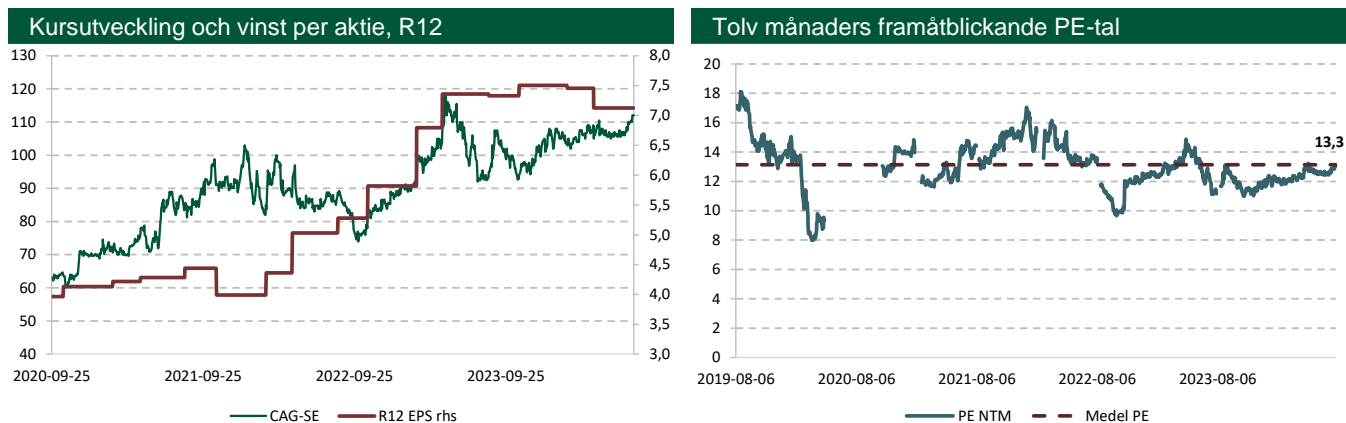


Källa: Factset, Penser by Carnegie

Värdering av CAG

Vi värderar CAG med en kombination av multipelvärdering och kassaflödesvärdering. I multipelvärderingen jämför vi 2024 års vinst med snittet av tolv månaders framåtblickande PE. Kassaflödesvärderingen värderar CAG till 109 kr per aktie och vår multipelvärdering värderar aktien till 107 kr. Vi ser därmed ett motiverat värde på 105-115 kr per aktie.

I grafen "Kursutveckling och vinst per aktie, R12" syns hur priset har följt utvecklingen av vinst per aktie relativt väl. I grafen "Tolv månaders framåtblickande PE-tal" syns hur CAG historiskt varit värderat med ett medel på 13,3x. Värderingen är i dagsläget under medel. Vi anser att värderingen bör vara i linje med det historiska snittet eftersom kommande års vinststillväxt är i linje med den historiska.



Källa: CAG, Factset, Penser by Carnegie

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi väljer att värdera CAG på 2024 års vinst per aktie, 8,0 kr, med bolagets genomsnittliga tolv månaders framåtblickande PE-multipel på 13,3. Det indikerar ett motiverat värde om 107 kr per aktie. En PE-multipel på 13,3 är över jämförelsegruppens snitt, men det motiveras av att CAG behållit sina marginaler och har en starkare finansiell ställning.

Känslighetsanalys

		Vinst per aktie, 2024				
		6,4	7,2	8,0	8,8	9,6
PE, NTM	11,3	73	82	91	100	109
	12,3	79	89	99	109	119
	13,3	86	96	107	118	128
	14,3	92	103	115	126	138
	15,3	98	111	123	135	148

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Vi använder även en kassaflödesvärdering, vilken motiverar ett värde på 109 kr per aktie.

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			431
PV of terminal value (perpetuity formula)			329
Enterprise value			760
Latest net debt			-16
Minority interests & other			0
Equity value			776
No. of shares outstanding (millions)			7.2
Equity value per share (SEK)			108
Implicit multipl.			
	2023	2024	2025
EV/Sales	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,3	6,9	6,6
EV/EBIT	10,3	9,7	9,4
EV/NOPLAT	13,0	12,2	11,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			105,0

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2.5%
Risk premium	5.5%
Extra risk premium	3.6%
Beta	1.0
Cost of equity	11.6%
Cost of debt (pre-tax)	0.0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	11.6%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	9.0%
Depreciation (% of sales)	4.9%
Capex (% of sales)	5.3%
Working cap. (% of sales)	4.5%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	10.6%	112	117	122	128	134
	11.1%	106	110	115	120	125
	11.6%	101	105	109	113	118
	12.1%	97	100	103	107	111
	12.6%	92	95	98	101	105
		Long-term EBIT margin				
		4.0%	6.5%	9.0%	11.5%	14.0%
WACC	10.6%	74	98	122	146	170
	11.1%	71	93	115	137	159
	11.6%	68	88	109	129	149
	12.1%	65	84	103	122	141
	12.6%	63	81	98	116	133

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	487	485	532	649	797	890	915	958	1 002
Övriga rörelseintäkter	2	3	1	4	3	4	3	4	4
Totala intäkter	489	488	533	653	800	894	919	961	1 005
Kostnad sålda varor	-278	-278	-290	-342	-391	-433	-452	-468	-488
Bruttoresultat	211	210	242	311	409	461	467	493	517
Försäljningskostnader	-68	-72	-106	-144	-213	-231	-232	-243	-252
Administrationskostnader	-31	-31	-32	-38	-43	-48	-50	-52	-54
Övriga rörelsekostnader	-66	-46	-41	-58	-59	-78	-75	-78	-82
EBITDA	46	61	63	71	94	104	110	120	128
EBITDA, justerad	46	61	63	71	94	104	110	120	128
Avskrivningar	-13	-24	-24	-26	-22	-22	-25	-27	-27
EBITA, justerad	33	38	38	45	71	82	85	93	101
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	0	-1	-5	-7	-8	-7	-6	-6
EBIT	33	37	37	41	65	74	78	87	95
EBIT, justerad	39	39	45	52	73	82	86	94	102
Finansnetto	3	-2	-1	-2	-3	-4	-3	-3	-3
Resultat före skatt	35	36	36	38	62	69	75	84	92
Resultat före skatt, justerad	41	37	43	50	70	78	83	91	99
Total skatt	-8	-9	-8	-8	-14	-16	-17	-19	-21
Nettoresultat	27	27	28	30	48	53	58	64	71
Nettoresultat, justerad	33	29	36	42	57	62	65	71	78
Omsättningstillväxt	Neg.	0%	9%	23%	22%	12%	3%	5%	5%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,9%	51,3%	51,8%	51,0%	51,5%	51,6%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	8,0%	8,4%	8,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,8%	10,2%
EPS, justerad	5,87	4,38	5,37	6,13	7,97	8,68	9,08	9,94	10,8
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-25%	23%	14%	30%	9%	5%	9%	9%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	33	37	37	41	65	74	78	87	95
Övriga kassaflödesposter	-3	8	7	10	8	8	0	10	9
Förändringar i rörelsekapital	-2	16	17	2	18	-15	5	-1	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	27	61	61	52	90	66	83	96	99
Investeringar i anläggningstillgångar	-15	-3	-2	-1	-1	-4	-4	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1	-2	-1	0	-1	0	-4	-6	-6
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-16	-5	-4	-1	-3	-4	-8	-11	-11
Fritt kassaflöde	12	56	58	51	88	62	75	86	88
Förvärv och avyttringar	-2	-9	-19	-75	-53	-13	0	0	0
Nyemission / återköp	77	5	0	13	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	2	-12	-8	18	56	-29	0	0	0
Utdelningar	-14	-17	-19	-21	-22	-26	-28	-31	-33
Övriga poster	-22	-24	-19	-21	-20	-18	-19	-20	-21
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	-56	-65	-87	-39	-85	-47	-51	-54
Kassaflöde	54	0	-8	-36	48	-23	28	35	34
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-37	-71	-105

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Balansräkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	74	85	106	163	213	215	215	215	215
Övriga immateriella tillgångar	1	5	9	21	30	22	19	19	19
Materiella anläggningstillgångar	29	35	40	28	29	43	41	39	38
Finansiella anläggningstillgångar	2	2	2	1	1	1	0	0	0
Andelar i intresseföretag	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	109	130	160	216	275	284	279	277	276
Kundfordringar	100	88	89	126	147	171	173	182	193
Övriga omsättningstillgångar	12	16	23	28	34	27	29	30	32
Likvida medel och kortfristiga placeringar	124	123	116	81	129	105	133	168	202
Summa omsättningstillgångar	235	228	227	236	310	304	335	380	427
SUMMA TILLGÅNGAR	343	358	387	453	585	588	614	657	702
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	181	192	206	234	272	299	329	362	400
Summa eget kapital	181	192	206	234	272	299	329	362	400
Långfristiga räntebärande skulder	17	10	2	23	59	31	31	31	31
Långfristiga leasingkulder	18	13	17	10	9	21	21	21	21
Övriga långfristiga skulder	11	21	33	22	25	26	25	25	25
Summa långfristiga skulder	46	43	52	55	93	77	77	77	77
Kortfristiga räntebärande skulder	12	8	8	12	29	29	29	29	29
Leverantörsskulder	16	21	26	39	51	55	58	61	64
Kortfristiga leasingkulder	6	16	17	14	16	17	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	82	77	79	99	125	111	106	112	117
Summa kortfristiga skulder	116	122	129	164	220	212	208	218	226
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	343	358	387	453	585	588	614	657	702

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	0%	9%	23%	22%	12%	3%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	35%	2%	14%	32%	11%	6%	9%	7%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	1%	15%	17%	40%	13%	4%	10%	9%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-25%	23%	14%	30%	9%	5%	9%	9%
Bruttomarginal	43,3%	43,4%	45,6%	47,9%	51,3%	51,8%	51,0%	51,5%	51,6%
EBITDA-marginal	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	12,0%	12,5%	12,8%
EBITDA-marginal, justerad	9,4%	12,6%	11,8%	10,9%	11,8%	11,7%	12,0%	12,5%	12,8%
EBIT-marginal	6,7%	7,7%	7,0%	6,2%	8,1%	8,2%	8,5%	9,0%	9,5%
EBIT-marginal, justerad	3,0%	8,0%	8,4%	8,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,8%	10,2%
Vinst-marginal, justerad	6,8%	5,9%	6,7%	6,5%	7,1%	7,0%	7,1%	7,4%	7,7%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Avkastning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	15%	18%	19%	22%	22%	21%	21%	20%
ROCE, justerad	Neg.	16%	18%	19%	22%	22%	22%	22%	22%
ROIC, justerad	Neg.	34%	36%	30%	31%	30%	29%	32%	35%

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	20%	18%	17%	19%	18%	19%	19%	19%	19%
Leverantörsskulder / KSV	6%	8%	9%	11%	13%	13%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	29%	27%	28%	31%	27%	26%	26%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	3%	1%	1%	3%	1%	4%	4%	4%	4%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,0x	2,1x	2,2x	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-70	-77	-72	-23	-16	-8	-37	-71	-105
Soliditet	53%	54%	53%	52%	46%	51%	54%	55%	57%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,4x	-0,3x	-0,1x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-1,5x	-1,3x	-1,1x	-0,3x	-0,2x	-0,1x	-0,3x	-0,6x	-0,8x

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	4,85	4,17	4,22	4,43	6,79	7,46	8,04	8,96	9,84
EPS, justerad	5,87	4,38	5,37	6,13	7,97	8,68	9,08	9,94	10,8
FCF per aktie	2,09	8,56	8,72	7,48	12,3	8,67	10,5	11,9	12,2
Utdelning per aktie	2,60	2,90	3,00	3,10	3,60	3,90	4,30	4,60	5,00
Eget kapital per aktie	31,1	28,1	29,6	33,4	38,3	41,7	45,9	50,6	55,8
Antal aktier vid årets slut, m	5,82	6,85	6,95	7,00	7,11	7,17	7,17	7,17	7,17
Antal aktier efter utspädning, snitt	5,66	6,53	6,63	6,84	7,11	7,17	7,17	7,17	7,17

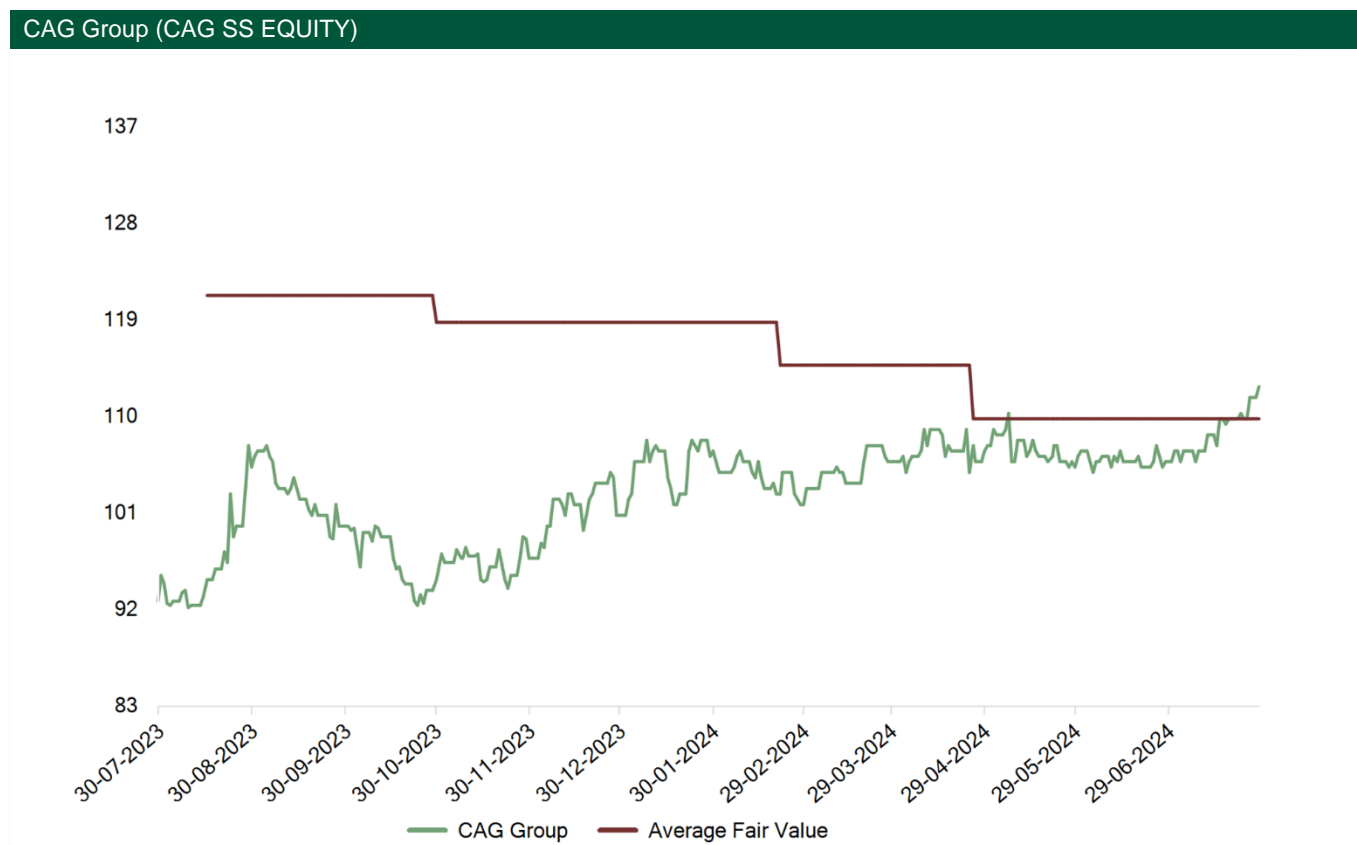
Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	11,1x	15,1x	13,0x	15,8x	11,0x	11,6x	12,4x	11,4x	10,4x
P/EK	2,1x	2,4x	2,4x	2,9x	2,3x	2,4x	2,5x	2,2x	2,0x
P/FCF	31,3x	7,7x	8,0x	13,0x	7,1x	11,6x	10,8x	9,5x	9,3x
FCF-yield	3%	13%	13%	8%	14%	9%	9%	11%	11%
Direktavkastning	4,0%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	3,9%	3,8%	4,1%	4,4%
Utdelningsandel, justerad	44,3%	66,2%	55,9%	50,6%	45,2%	45,0%	47,4%	46,3%	46,2%
EV/Sales	0,6x	0,8x	0,8x	1,0x	0,8x	0,8x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	6,8x	6,1x	6,6x	9,2x	6,5x	6,9x	7,2x	6,6x	6,2x
EV/EBIT, justerad	8,0x	9,7x	9,2x	12,6x	8,3x	8,7x	9,3x	8,4x	7,8x
EV	309	375	412	656	609	715	794	794	794
Aktiekurs	65,5	66,0	69,6	97,0	88,0	101	113	113	113

Källa: CAG Group, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc ansvarar för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95